



Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü

İşletme Anabilim Dalı

Muhasebe–Finans Bilim Dalı

**KURUMSAL YÖNETİMİN AFRİKA'DA FİRMALARIN FİNANSAL
PERFORMANSINA ETKİSİ: ORTAK HUKUK (COMMON LAW)
ÜLKELERİNİN PERSPEKTİFİ**

Abubakar Balarabe KARAYE

Doktora Tezi

Ankara, 2022

KURUMSAL YÖNETİMİN AFİRKA'DA FİRMALARIN FİNANSAL PERFORMANSINA
ETKİSİ: ORTAK HUKUK (COMMON LAW) ÜLKELERİNİN PERSPEKTİFİ

Abubakar Balarabe KARAYE

Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü

İşletme Anabilim Dalı

Muhasebe–Finans Bilim Dalı

Doktora Tezi

Ankara, 2022

KABUL VE ONAY

Abubakar Balarabe KARAYE tarafından hazırlanan "Kurumsal Yönetimin Afrika'da Firmaların Finansal Performansına Etkisi: Ortak Hukuk (Common Law) Ülkelerinin Perspektifi" başlıklı bu çalışma, 04 Ocak 2022 tarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda başarılı bulunarak jürimiz tarafından Doktora Tezi olarak kabul edilmiştir.

Prof. Dr. Mehmet Baha KARAN (Başkan)

Doç. Dr. Göknur Büyükkara (Danışman)

Prof. Dr. Ayhan KAPUSUZUOĞLU (Üye)

Doç. Dr. Burak PIRGAİP (Üye)

Doç. Dr. Burcu DİNÇERGÖK (Üye)

Yukarıdaki imzaların adı geçen öğretim üyelerine ait olduğunu onaylım.

Prof.Dr. Uğur ÖMÜRGÖNÜLŞEN

Enstitü Müdürü

YAYIMLAMA VE FİKRİ MÜLKİYET HAKLARI BEYANI

Enstitü tarafından onaylanan lisansüstü tezimin tamamını veya herhangi bir kısmını, basılı (kağıt) ve elektronik formatta arşivleme ve aşağıda verilen koşullarla kullanıma açma iznini Hacettepe Üniversitesine verdiğimi bildiririm. Bu izinle Üniversiteye verilen kullanım hakları dışındaki tüm fikri mülkiyet haklarım bende kalacak, tezimin tamamının ya da bir bölümünün gelecekteki çalışmalarda (makale, kitap, lisans ve patent vb.) kullanım hakları bana ait olacaktır.

Tezin kendi orijinal çalışmam olduğunu, başkalarının haklarını ihlal etmediğimi ve tezimin tek yetkili sahibi olduğumu beyan ve taahhüt ederim. Tezimde yer alan telif hakkı bulunan ve sahiplerinden yazılı izin alınarak kullanılması zorunlu metinleri yazılı izin alınarak kullandığımı ve istenildiğinde suretlerini Üniversiteye teslim etmeyi taahhüt ederim.

Yükseköğretim Kurulu tarafından yayınlanan **“Lisansüstü Tezlerin Elektronik Ortamda Toplanması, Düzenlenmesi ve Erişime Açılmasına İlişkin Yönerge”** kapsamında tezim aşağıda belirtilen koşullar haricince YÖK Ulusal Tez Merkezi / H.Ü. Kütüphaneleri Açık Erişim Sisteminde erişime açılır.

- Enstitü / Fakülte yönetim kurulu kararı ile tezimin erişime açılması mezuniyet tarihimden itibaren 2 yıl ertelenmiştir. ⁽¹⁾
- Enstitü / Fakülte yönetim kurulunun gerekçeli kararı ile tezimin erişime açılması mezuniyet tarihimden itibaren ay ertelenmiştir. ⁽²⁾
- Tezimle ilgili gizlilik kararı verilmiştir. ⁽³⁾

...../...../.....

Abubakar Balarabe KARAYE

¹“Lisansüstü Tezlerin Elektronik Ortamda Toplanması, Düzenlenmesi ve Erişime Açılmasına İlişkin Yönerge”

- (1) Madde 6. 1. Lisansüstü tezele ilgili patent başvurusu yapılması veya patent alma sürecinin devam etmesi durumunda, tez **danışmanın** önerisi ve **enstitü anabilim dalının** uygun görüşü üzerine **enstitü** veya **fakülte yönetim kurulu** iki yıl süre ile tezin erişime açılmasının ertelenmesine karar verebilir.
- (2) Madde 6. 2. Yeni teknik, materyal ve metotların kullanıldığı, henüz makaleye dönüşmemiş veya patent gibi yöntemlerle korunmamış ve internetten paylaşılması durumunda 3. şahıslara veya kurumlara haksız kazanç imkanı oluşturabilecek bilgi ve bulguları içeren tezler hakkında tez **danışmanın** önerisi ve **enstitü anabilim dalının** uygun görüşü üzerine **enstitü** veya **fakülte yönetim kurulunun** gerekçeli kararı ile altı ayı aşmamak üzere tezin erişime açılması engellenebilir.
- (3) Madde 7. 1. Ulusal çıkarları veya güvenliği ilgilendiren, emniyet, istihbarat, savunma ve güvenlik, sağlık vb. konulara ilişkin lisansüstü tezlerle ilgili gizlilik kararı, **tezin yapıldığı kurum** tarafından verilir *. Kurum ve kuruluşlarla yapılan işbirliği protokolü çerçevesinde hazırlanan lisansüstü tezlere ilişkin gizlilik kararı ise, **ilgili kurum ve kuruluşun önerisi** ile **enstitü** veya **fakültenin** uygun görüşü üzerine **üniversite yönetim kurulu** tarafından verilir. Gizlilik kararı verilen tezler Yükseköğretim Kuruluna bildirilir.
Madde 7.2. Gizlilik kararı verilen tezler gizlilik süresince enstitü veya fakülte tarafından gizlilik kuralları çerçevesinde muhafaza edilir, gizlilik kararının kaldırılması halinde Tez Otomasyon Sistemine yüklenir.

* Tez **danışmanın** önerisi ve **enstitü anabilim dalının** uygun görüşü üzerine **enstitü** veya **fakülte yönetim kurulu** tarafından karar verilir.

ETİK BEYAN

Bu çalışmadaki bütün bilgi ve belgeleri akademik kurallar çerçevesinde elde ettiğimi, görsel, işitsel ve yazılı tüm bilgi ve sonuçları bilimsel ahlak kurallarına uygun olarak sunduğumu, kullandığım verilerde herhangi bir tahrifat yapmadığımı, yararlandığım kaynaklara bilimsel normlara uygun olarak atıfta bulunduğumu, tezimin kaynak gösterilen durumlar dışında özgün olduğunu, **Doç. Dr. Göknur Büyükkara** danışmanlığında tarafımdan üretildiğini ve Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Tez Yazım Yönergesine göre yazıldığını beyan ederim.

Abubakar Balarabe KARAYE

TEŞEKKÜR

Bu çalışmanın ortaya çıkmasında yardım eden, yol gösteren ve desteğini hiçbir zaman esirgemeyen tez danışmanım Doç. Dr. Gökür Büyükkara'ya teşekkürlerimi arz ederim. Ayrıca çalışma süresince tüm zorlukları benimle göğüsleyen ve hayatımın her evresinde bana destek olan değerli Babam'a ve Annem'e sonsuz teşekkürlerimi sunarım.

ÖZET

KARAYE, Abubakar Balarabe. *Kurumsal Yönetimin Afrika'da Firmaların Finansal Performansına Etkisi: Ortak Hukuk (Common Law) Ülkelerinin Perspektifi*, Doktora Tezi, Ankara, 2022.

Bu çalışmanın temel amacı, kurumsal yönetim mekanizmalarının Afrika'daki borsaya kayıtlı şirketlerin finansal performansı üzerindeki etkisini incelemektir. Afrika'daki Ortak Hukuk ülkelerine özellikle önem verilmiştir. Bu çalışmada, Botswana, Mısır, Gana, Kenya, Malavi, Moritius, Namibya, Nijerya, Güney Afrika Ülkesi, Tanzania, Uganda, Zambiya ve Zimbabve dahil olmakla 13 ülkeden 156 şirketin kurumsal yönetim mekanizmaları ile finansal performansı arasındaki ilişkiyi analiz etmek için 2013'ten 2019'a kadar olan 7 yıllık döneme ait ülke başına 84 şirket olmak üzere toplam 1.092 şirket yılı gözlemi toplanıp, araştırmada ikincil veriler kullanılmıştır.

Çalışmada kullanılan bağımsız değişkenler, kapsamlı kurumsal yönetim endeksi (KYE) ve Yönetim Kurulu Alt Endeksi, Yönetim Kurulu Komiteleri Alt Endeksi, Pay Sahipleri Hakları Alt Endeksi ve Açıklama Alt Endeksi olmak üzere dört (4) alt endekstir. KYE'de, hem OECD Kurumsal Yönetim İlkelerini hem de Ortak Hukuk ülkelerinin en iyi uygulama kurallarının en önemli tavsiyelerini temsil eden toplam 50 öneri ibarettir. Bu çalışmada kullanılan bağımlı değişkenler, finansal performansın muhasebe ölçütleridir. İki muhasebe ölçütü kullanılmıştır, Bunlar; Aktif Kârlılığı (ROA) ve Özkaynak Kârlılığı'dır (ROE). Dışlanan yanlılığı (omitted bias) kontrol etmek için Kaldıraç, Şirketin Büyüklüğü, Sermaye Yoğunluğu Oranı, Şirketin Yaşı ve İkincil Borasada İşlem Görme, kontrol değişkenleri olarak kullanılmıştır.

Panel regresyon analizleri, bağımlı değişkenler ile bağımsız değişkenler arasında pozitif veya negatif bir ilişkinin olup olmadığını ve ayrıca ilişkinin anlamlı olup olmadığını tespit etmek için kullanılmıştır. Ayrıca, içselliği kontrol etmek için, sonuçların sağlamlık kontrolü açısından dinamik Genelleştirilmiş Momentler Yöntemi (GMM) kullanılmıştır. Çalışmada Afrika'daki şirketlerin kurumsal yönetim ile finansal performansı arasında önemli bir pozitif ilişki bulunmuştur. Ayrıca, Yönetim kurulu yapısı ve işlevleri, kurul komitesinin oluşumu ve bağımsızlığı, hissedarların haklarının korunması ve ilgili finansal ve finansal olmayan bilgilerin açıklanması, Afrika'daki

kurumsal finansal performansla anlamlı ve önemli ölçüde pozitif ilişkili olduğunu bulunmuştur. Son olarak, Afrika'daki şirketler tarafından ilgili bilgilerin şeffaf bir şekilde açıklanmasının, diğer kurumsal yönetim mekanizmalarına kıyasla şirketlerin finansal performansı üzerinde en yüksek olumlu etkiye sahip olduğunu bulunmuştur.

Anahtar Sözcükler

Kurumsal Yönetim, Finansal Performans , Kurumsal Yönetim Endeksi, Afrika Ortak Hukuk Ülkeleri, Afrika'da Kurumsal Yönetim

ABSTRACT

KARAYE, Abubakar Balarabe. *The Impact of Corporate Governance on Financial Performance of Firms In Africa: The Common Law Countries Perspective.*, Ph.D. Thesis, Ankara, 2022.

The main objective of this study is to examine the impact of corporate governance mechanisms on the financial performance of listed firms in Africa. Special emphasis was given to common law countries in Africa. This study used secondary data to analyze the relationship between corporate governance mechanisms and financial performance of 156 firms from 13 countries which include: Botswana Egypt, Ghana, Kenya, Malawi, Mauritius, Namibia, Nigeria, South Africa, Tanzania, Uganda, Zambia, and Zimbabwe, for the period of 7 years from 2013 to 2019, making a firm-year observation of 84 firms per country and total of 1,092 firm-year observations.

The independent variables used in this study are the comprehensive corporate governance index (CGI) and its four (4) sub-indexes namely; Board of Directors Sub-index, Board Committees Sub-index, Shareholders Right Sub-index, and Disclosure Sub-index. The CGI contains a total of 50 statements representing both the OECD Corporate Governance Principles and the most significant recommendations of the common law countries' code of best practice. The dependent variables that were employed in this study are Return on Assets (ROA) and Return on Equity (ROE). To control for omitted bias, Leverage, Firm Size, Capital-intensity Ratio, Firm's Age, and Secondary Listing were used as control variables.

The Panel regression analyses were used to analyze the data. Furthermore, to control for endogeneity, the dynamic GMM was used for the robustness check of the results. The results show that there is a significant positive relationship between corporate governance and financial performance of firms in Africa. Board composition and functions, board committee composition and independence, protection of shareholders' rights, and disclosure of relevant financial and non-financial information are also positive and significantly related to corporate financial performance in Africa. The study also finds that transparent disclosure of relevant information by firms in Africa

has the highest positive effect on financial performance of firms compared to other corporate governance mechanisms.

Keywords:

Corporate Governance , Financial Performance , Corporate Governance Index ,
Common Law African Countries ,Corporate Governance In Africa

İÇİNDEKİLER

KABUL VE ONAY	i
YAYIMLAMA VE FİKRİ MÜLKİYET HAKLARI BEYANI	ii
ETİK BEYAN	iii
TEŞEKKÜR	iv
ÖZET	v
ABSTRACT	vii
İÇİNDEKİLER	ix
KISALTMALAR DİZİNİ	xiii
TABLolar DİZİNİ	xvi
ŞEKİLLER DİZİNİ	xviii
GİRİŞ	1
1.BÖLÜM : KURUMSAL YÖNETİM	10
1.1. KURUMSAL YÖNETİM KAVRAMI	10
1.1.1. Kurumsal Yönetimin Tanımı ve Kapsamı.....	10
1.1.2. Kurumsal Yönetime Kısa Tarihsel Genel Bakışı.....	13
1.2. KURUMSAL YÖNETİMİN TEMEL İLKELERİ	14
1.2.1. Adillik (Eşitlik).....	15
1.2.2. Şeffaflık.....	16
1.2.3. Hesap verilebilirlik.....	18
1.2.4. Sorumluluk.....	20
1.3. KURUMSAL YÖNETİM TEORİLERİ	21
1.3.1. Vekâlet Teorisi (Agency Theory).....	21
1.3.2. Paydaş Teorisi (Stakeholder Theory).....	25
1.3.3. Yönetim Sorumluluk Teorisi (Stewardship Theory).....	26
1.3.4. Kaynak Bağımlılığı Teorisi (Resource Dependence Theory).....	27
1.3.5. İşlem Maliyetleri Teorisi (Transaction Costs Theory).....	28
1.4. KURUMSAL YÖNETİM MODELLERİ	29

1.4.1. Anglo-Sakson modeli.....	30
1.4.2 Kıta Avrupası Modeli.....	31
2. BÖLÜM : AFRİKADA KURUMSAL YÖNETİM.....	33
2.1. BÖLÜM GİRİŞİ	33
2.2. AFRİKA'DA KURUMSAL YÖNETİMİN ÖNEMİ	33
2.3. AFRİKA'DAKİ ORTAK HUKUKU VE MEDENİ HUKUK ÜLKELERİ.....	36
2.4. AFRİKA'DAKİ KURUMSAL YÖNETİM DÜZENLEMELERİNİN KAYNAKLARI.....	39
2.4.1. Birleşik Krallık'ın 1992 tarihli Cadbury Raporu.....	40
2.4.2. Birleşik Krallık'ın 1995 tarihli Greenbury Raporu.....	42
2.4.3. Birleşik Krallık'ın 1998 Hampel Raporu.....	43
2.4.4. Birleşik Krallık'ın Birleşik Kurumsal Yönetim İlkeleri (2003)....	45
2.4.5. Milletler Topluluğu Kurumsal Yönetim Derneği (CACG).....	46
2.4.6. 2002 tarihli Amerika Birleşik Devletleri Sarbanes Oxley (SOX) Yasası.....	49
2.4.7. OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri.....	52
2.4.8. Güney Afrika Ülkesi'nin King Raporları.....	59
2.5. AFRİKA'DAKİ ORTAK HUKUK ÜLKELERİN KURUMSAL YÖNETİMİN MEVZUAT ORTAMI VE FİRMALARIN FİNANSAL PERFORMANSLARI.....	64
2.5.1. Botsvana'da Kurumsal Yönetim ve Finansal Performansa Genel Bir Bakış.....	66
2.5.2. Gana'da Kurumsal Yönetim ve Finansal Performansa Genel Bir Bakış.....	68
2.5.3. Mısır'da Kurumsal Yönetim ve Finansal Performansa Genel Bir Bakış.....	69
2.5.4. Kenya'da Kurumsal Yönetim ve Finansal Performansa Genel Bir Bakış.....	71
2.5.5. Malavi'de Kurumsal Yönetim ve Finansal Performansa Genel Bir Bakış.....	73
2.5.6. Moritius'ta Kurumsal Yönetim ve Finansal Performansa Genel Bir Bakış.....	75
2.5.7. Namibya'da Kurumsal Yönetim ve Finansal Performansa Genel	

Bir Bakış.....	78
2.5.8. Nijerya'da Kurumsal Yönetim ve Finansal Performansa Genel Bir Bakış.....	80
2.5.9. Güney Afrika Ülkesi' de Kurumsal Yönetim ve Finansal Performansa Genel Bir Bakış.....	83
2.5.10. Tanzania'da Kurumsal Yönetim ve Finansal Performansa Genel Bir Bakış.....	86
2.5.11. Uganda'da Kurumsal Yönetim ve Finansal Performansa Genel Bir Bakış.....	88
2.5.12. Zambiya'da Kurumsal Yönetim ve Finansal Performansa Genel Bir Bakış.....	91
2.5.13. Zimbabwe'de Kurumsal Yönetim ve Finansal Performansa Genel Bir Bakış.....	93
2.6. ARAŞTIRMA ÜZERİNE PROBLEMLERİN AÇIKLANMASI.....	95
2.7. ARAŞTIRMA SORUNSA LI VE HİPOTEZLERİ.....	102
3. BÖLÜM: ARAŞTIRMA TASARIMI VE YÖNTEMİ.....	104
3.1. BÖLÜM GİRİŞİ	104
3.2. ÇALIŞMANIN AMACI.....	104
3.3. ÇALIŞMANIN MOTİVASYONU VE GEREKÇESİ.....	106
3.4. ÇALIŞMANIN ÖNEMİ VE UYGULAMASI.....	108
3.5. ARAŞTIRMA TASARIMI.....	110
3.6. VERİ TOPLAMA.....	112
3.7. DEĞİŞKENLERİN AÇIKLAMASI.....	117
3.7.1. Bağımlı Değişkenler	117
3.7.2. Bağımsız Değişkenler	118
3.7.2.1. Kurumsal Yönetim Endeksinin (KYE) Önemi.....	118
3.7.2.2. Kurumsal Yönetim Endeksi (KYE) ve Alt Endeksleri.....	125
3.7.3. Kontrol Değişkenleri	134
3.8. MODEL ÖZELLİKLERİ	136
3.9. VERİ ANALİZ VE SUNUM TEKNİKLERİ	137
4. BÖLÜM : BURGULAR VE TARTIŞMA.....	139
4.1. BÖLÜM GİRİŞİ	139
4.2. TANIMLAYICI ANALİZLER	139
4.2.1. Afrika'da Kurumsal Yönetim Endeksi ve Uyum.....	139
4.2.2. Değişkenlerin Özet Tanımlayıcı İstatistikleri.....	144
4.2.3. Sektörün Kurumsal Yönetim Endeksi Uyum.....	146
4.2.4. Ülkelerin Kurumsal Yönetim Endeksine Uyum.....	147
4.2.5. Bölge Bazında Kurumsal Yönetim Endeksi Uyum.....	147
4.2.6. Yıllara Göre Kurumsal Yönetim Endeksi Uyum.....	148

4.3. KURUMSAL YÖNETİM ENDEKSİ İLE ALT ENDEKSLERİ ARASINDAKİ İLİŞKİ	149
4.4 PANEL REGRESYON SONUÇLARI	150
4.4.1. Kurumsal Yönetimin Finansal Performansa Etkisi.....	153
4.4.2. Kurumsal Yönetimde Gönüllü Uyumun Finansal Performansa Etkisi.....	155
4.4.3. Kurumsal Yönetimin Finansal Şirketlerin Finansal Performansına Etkisi.....	160
4.5. SAĞLAMLIK KONTROLÜ VE TARTIŞMA	163
4.5.1. Kurumsal Yönetim ve Finansal Performans Arasındaki İlişki....	165
4.5.2. Kurumsal Yönetime Gönüllü Uyum ile Finansal Performans Arasındaki İlişki.....	168
4.5.3. Finans Sektöründeki Şirketlerin Kurumsal Yönetim ile Finansal Performansı Arasındaki İlişki.....	172
4.6. ARAŞTIRMA HİPOTEZLERİN TESTİ	176
4.6.1. Hipotez 1.....	177
4.6.2. Hipotez 2.....	177
4.6.3. Hipotez 3.....	178
4.6.4. Hipotez 4.....	178
4.6.5. Hipotez 5.....	179
4.6.6. Hipotez 6.....	180
5. ÖZET, SONUÇ VE ÖNERİLER	181
5.1. TEZİN ÖZETİ	181
5.2. BULGULARIN ÖZETİ	182
5.2.1. Yönetim Kurulunun Görevi ve Yapısı.....	183
5.2.2. Yönetim Kurulu Komitelerinin Yapısı ve Görevleri.....	184
5.2.3. Hissedar Haklarının Korunması.....	185
5.2.4. Finansal ve Finansal Olmayan Bilgilerin İlgili Şeffaf Açıklaması.....	185
5.3. ÇALIŞMANIN KATKILARI VE KISITLAMALAR	187
5.4. ÖNERİLER	189
SONUÇ	190
KAYNAKÇA	191
EK 1. ÖRNEKLENEN ŞİRKETLERİN DETAYLI LİSTESİ	207
EK 2. ETİK KURUL / KOMİSYON İZİNİ YA DA MUAFİYET FORMU	215
EK3. DOKTORA TEZ ÇALIŞMASI ORJİNALLİK RAPORU	216

KISALTMALAR DİZİNİ

2SLS:	İki Aşamalı En Küçük Kare
ABD:	Amerika Birleşik Devletleri
ABI:	İngiliz Sigorta Birliği
ACGN:	Afrika Kurumsal Yönetim Ağı
ANOVA:	Varyans Analizi
AŞ:	Anonim Şirket
AU:	Afrika Birliği
BAOA:	Botsvana Muhasebe Gözetim Kurumu
BCCI:	Uluslararası Kredi ve Ticaret Bankası
BIS:	Uluslararası Ödemeler Bankası
BPOPF:	Botsvana Kamu Görevlileri Emeklilik Fonu
BRVM:	Bourse Régionale des Valeurs Mobilières
BSE:	Botsvana Menkul Kıymetler Borsası
BVMAC:	Bourse des Valeurs Mobilières de l'Afrique Centrale
CAC:	Kurumsal İlişkiler Komisyonunu
CACG:	Milletler Topluluğunun Kurumsal Yönetim Derneği
CAMA:	Company and Allied Matters Act
CBI:	İngiliz Sanayi Konfederasyonu
CEO:	Chief Executive Officer
DAİ:	Devlete Ait İşletmeler
DYY:	Doğrudan Yabancı Yatırım
EKK:	En Küçük Kare
ESG:	Environment, Sustainability, and Governance Index
FSB:	Finansal İstikrar Kurulu

GAAP:	Genel Kabul Görmüş Muhasebe İlkeleri
GNDI:	Küresel Direktör Enstitüleri Ağı
GSE:	Gana Menkul Kıymetler Borsası
GMM:	Generalized Method of Moments
GSYİH:	Gayrisafi Yurtiçi Hâsıla
ICGN:	Uluslararası Kurumsal Yönetim Ağı
ICI:	İmperyal Kimya Endüstrileri
ICPAK:	Kenya Yeminli Mali Müşavirler Enstitüsü
IMF:	Uluslararası Para Fonu
IOD:	Institute of Directors
IRA:	Sigorta Düzenleme Kurumu
JSE:	Johannesburg Menkul Kıymetler Borsası
KİT:	Kamu İktisadi Teşebbüs
KYE:	Kurumsal Yönetim Endeksi
LTIA:	Uzun Vadeli Sigorta Yasası
NAPF:	Ulusal Emeklilik Fonları Birliği
NBFIRA:	Bankacılık Dışı Mali Kuruluşlar Düzenleme Kurumu
NCCG:	Ulusal Kurumsal Yönetim Komitesi
NEPAD:	Afrika Birliği'ın Yeni Ortaklık ve Kalkınma Programı
OECD:	Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü
ROA:	Return on Assets (Aktif Kârlılığı)
ROE:	Return on Equity (Özkaynak Sermaye Getirisi)
SEZP:	Yatırım Yasası ve Özel Ekonomik Bölgeler Politikası
SOEGC:	Kamu İktisadi Teşebbüsleri Yönetim Konseyi
SOX:	Sarbanes Oxley
S&P:	Standard & Poor

SPK:	Sermaye Piyasası Kurumu
SRI:	Sosyal Sorumluluk Endeksi
UFRS:	Uluslararası Finansal Raporlama Standartları
YUP:	Yapısal Uyum Programı
VZA:	Veri Zarflama Analizi

TABLOLAR DİZİNİ

Tablo 2.1: Ortak Hukuk ve Medeni Hukuk Modelleri Arasındaki Farklar.....	39
Tablo 3.1: Yıllık Ortalama ABD Doları Dönüştürülmüş Oranının Özeti.....	114
Tablo 3.2: Ülke ve Sektöre Göre Özet Panel Verileri.....	115
Tablo 3.3: Kurumsal Yönetim Endeksi Daha Önce Yapılan Çalışmalardan Elde Edilenlerin Özeti.....	120
Tablo 3.4: Kurumsal Yönetim Endeksi.....	132
Tablo 3.5: Analizde Kullanılan Değişkenlerin Tanımları.....	135
Tablo 4.1: Kurumsal Yönetim Endeksi ve Uyum.....	142
Tablo 4.2: Değişkenlerin Özet Tanımlayıcı İstatistikleri.....	145
Tablo 4.3: Bölgesel Kurumsal Yönetim Endeksi Uyumu.....	148
Tablo 4.4: Kurumsal Yönetim Endeksi ile Alt Endeksleri Arasındaki Korelasyon Matrisi.....	149
Tablo 4.5: Afrika'nın En Büyük Ortak Hukuk Piyasalarında KYE ve Finansal Performans Arasındaki İlişki.....	151
Tablo 4.6: Kurumsal Yönetim Endeksi ile Şirketlerin Finansal Performansı Arasındaki İlişki.....	154
Tablo 4.7: Kurumsal Yönetim Endeksi ile Finansal Olmayan Şirketlerin Performansı Arasındaki İlişki.....	156
Tablo 4.8: Kurumsal Yönetim Alt Endeksleri ile Finansal Olmayan Şirketlerin Performansı Arasındaki İlişki.....	157
Tablo 4.9: Sektöre Göre ROA ile Bağımlı Değişken Arasındaki İlişki.....	159

Tablo 4.10: Kurumsal Yönetim Endeksi ile Finans Sektörü Şirketlerinin Performansı Arasındaki İlişki.....	161
Tablo 4.11: Finansal Şirketler için Alt Endekslerin Regresyonları.....	161
Tablo 4.12: Kurumsal Yönetim Endeksi ile Şirket Performansı Arasındaki İlişki.....	166
Tablo 4.13: Kurumsal Yönetim Alt Endeksleri ile Şirket Performansı Arasındaki İlişki.....	167
Tablo 4.14: Finansal Olmayan Şirketlerin Kurumsal Yönetim Endeksi ile Şirket Performansı Arasındaki İlişki.....	170
Tablo 4.15: Finansal Olmayan Şirketlerin Kurumsal Yönetim Alt Endeksleri ile Şirket Performansı Arasındaki İlişki.....	171
Tablo 4.16: Finansal Şirketlerin Kurumsal Yönetim Endeksi ile Şirket Performansı Arasındaki İlişki.....	174
Tablo 4.17: Finansal Şirketlerin Kurumsal Yönetim Alt Endeksleri ile Şirket Performansı Arasındaki İlişki.....	175
Tablo 5.1: Test Edilmiş Hipotezlerin Özeti.....	187

ŞEKİLLER DİZİNİ

Şekil 1: Sektörün Kurumsal Yönetim Endeksi Uyumu Özeti.....	146
Şekil 2: Her Bir Ülkedeki Kurumsal Yönetim Endeksinin Uygunluğunun Özeti.....	147
Şekil 3: Yıllık Kurumsal Yönetim Endeksi Uyumu.....	149

GİRİŞ

Kurumsal yönetim özellikle son yirmi yılda akademisyenlerin, profesyonellerin, analistlerin, araştırmacıların dikkatini çeken konulardan biri haline gelmiştir. Konunun ayrıca insanlar arasında da en dikkat çekici ve önemli tartışma konularından biri olduğu görülmektedir. Bununla birlikte kurumsal yönetim çalışmalarının temelini Berle ve Means'in (1932) çalışmasına dayandığı söylenebilir. Berle ve Means'ın (1932) tarafından açıkladığı gibi, şirketlerin büyüklüğündeki sürekli artış, bu şirketlerde mülkiyet ve kontrol ayırımına yol açmaktadır. Şirketler büyüyünce, firmanın yönetimi hissedarlardan şirketin iç müdürlerine aktarılmaktadır. Bu nedenle, kurumsal yönetim firmalar için önemli konulardan biri olmaktadır.

1992 Cadbury Komitesi Raporuna göre kurumsal yönetim, iş organizasyonlarının yönlendirildiği ve kontrol edildiği bir sistem olarak tanımlanmaktadır (Cadbury Report, 1992). Daha ayrıntılı bir tanım daha sonra güncellenmiştir; Bu tanıma göre, şirket yönetimi, yönetim kurulu, hissedarları ve diğer paydaşlar arasındaki bir dizi ilişkiyi, aynı zamanda şirket hedeflerini belirleme sürecini, bu hedeflere ulaşma yolunu ve performans kontrolünü kapsayan yapılandırmayı da sunmaktadır (OECD, 2004).

Finansal performans kavramı ise şirketlerin genel iş hedeflerine ulaşmak için finansal kaynakların etkin ve verimli yöntemlerle kullanılmasını ifade etmektedir (Sunday, 2008). Amaç; şirketlerin kaynakların verimli ve etkin kullanımını periyodik olarak belirlemek ve/veya kontrol ederek daha etkin bir seçim yapabilmek için şirketlerin finansal performanslarının ölçülmesidir. Ayrıca şirketler, finansal olarak nerede durduklarını belirlemeli ve zaman içinde kendi durumlarını karşılaştırmalı ve kendi belirlediği hedeflere ulaşma veya yaklaşma ile sektördeki diğer şirketlerin durumunu karşılaştırarak nerede olduklarını belirlemelidir (Say, 2019). Üstelik bir şirketin performansı ile ilgili kendileri için olmamakla, açıklama ihtiyacı da duyulmaktadır. Bu, tedarikçiler, analistler, hükümet, çalışanlar, müşteriler, sendikalar, denetçiler, kamu medyası ve başta hissedarlar olmak üzere ilgili tüm paydaşların büyük ilgi gösterdiği bir alan haline gelmiştir. Şirketin tüm paydaşları şirket ve varlıkları ve/veya finansman ihtiyaçları ile ilgili ekonomik kararları şirketin kamuoyuna sunduğu bilgilere dayanarak vermektedir. Bu nedenle, şirketlerin finansal bilgi kullanıcılarının ekonomik kararlarını dayandırdıkları bilgi düzeyinin yanı sıra, söz konusu şirketlerin kamuya açıkladıkları

bilgi düzeyinin hem finansal raporlamayı düzenleyen meslek birliklerine hem de yasal düzenleme yapan kurumlara ne düzeyde açıklandığının belirlenmesi son derece önemli bir konudur (Günel, 2018).

Sanayi Devriminden bu yana, işletmeler bir ekonominin büyümesinde ve gelişmesinde önemli bir rol oynamaktadır. Bu nedenle, şirketlerin performansı sadece hissedarların değil, aynı zamanda alacaklıların, hissedarların, hükümetlerin, çalışanların, müşterilerin, tedarikçilerin, sendikaların, analistlerin, denetçilerin, kamu medyasının ve diğer tüm paydaşların da büyük ilgisini çekmektedir. Dolayısıyla bir ülkenin ekonomik büyümesi ve gelişmesi, o ülkedeki kurumsal yönetimin gücüne, etkinliğine ve doğru uygulanmasına bağlıdır (Oso ve Semiu, 2012).

Son yıllarda yaşanan finansal krizlerin en önemli nedenlerinden biri şirketlerdeki kurumsal yönetim uygulamalarının yetersiz olması veya etkin ve verimli bir şekilde uygulanmamasıdır. Bir finansal kriz meydana geldiğinde bunun etkisi yıkıcı olmakla birlikte, başta şirketin hissedarlarını, yönetici ve çalışanlarını, şirketin diğer paydaşlarını ve şirketin tüm faaliyet alanını etkileyebilecek boyutlara ulaşabilmesi söz konusudur (Say, 2019). 1998 mali krizi, dünyada kurumsal yönetimin önemini altını çizen önemli olaylardan biridir. Bu dönemde birçok Asya ülkesinden, Rusya ve Brezilya'dan kaynaklanan sorunlar, sermaye piyasalarında kurumsal yönetim kural ve uygulamalarının yeterince uygulanamamasından kaynaklanmıştır. Ayrıca, 2008/2009'daki son küresel finansal kriz, iyi ve uygun kurumsal yönetim düzenlemelerinin uygulanmamasının şirketler üzerinde önemli bir olumsuz etkiye sahip olabileceğini ve bunun da tüm ekonomiyi etkileyebileceğini göstermiştir. Bunlar, 2002'den beri dünyanın her yerinden "batamayacak kadar büyük" olarak görülen büyük şirketlerin iflasları ile birleştiğinde, dünya çapında kurumsal yönetime yeniden ilgiyi çekerek iyi kurumsal yönetim düzenlemeleri ve en iyi uygulama ilkelerini geliştirme ihtiyacını ortaya çıkarmıştır (Claessens ve Yurtoğlu, 2013).

Ayrıca son yıllarda bazı şirketlerin uluslararası büyük pazarlardaki değerleri ve varlıkları birçok ülkenin Gayri Safi Yurtiçi Hâsılasını (GSYİH) aşmaktadır. Dolayısıyla bu tür şirketlerin etkisi makroekonomik boyutla sınırlı olmayıp diğer şirketleri, onların ülkesini, rakiplerini ve diğer küçük şirketleri de etkilemektedir. Bu sebepten iyi ve

uygun kurumsal yönetim, şirket büyüklüğü ne olursa olsun, sadece şirketteki hisse sahiplerini değil, şirketin tüm paydaşlarını da etkileyen bir husustur (Levent, 2018).

İyi ve etkin şekilde yönetilen şirketler daha şeffaftır ve hissedarların güvenini kolayca kazanabilirler. Bu nedenle etkin ve iyi kurumsal yönetime sahip şirketler, şirket hisselerinin değerini artırmaları ve şirketin ihtiyaç duyduğu finansal kaynakları sağlamaları sebebiyle hem iç hem de uluslararası pazarlarda potansiyel yatırımcılar tarafından tercih edilmekteler. Aslında, uygun kurumsal yönetimin faydaları sadece şirket düzeyinde değil, ülke için de avantajlar sağlamaktadır. Bunlara; yabancı sermaye girişi, istikrarın sağlanması, sabit yatırımların artırılması, ülkedeki sermaye piyasasının rekabet gücünün artırılması vb. dahildir (Erdoğan, 2010).

Kurumsal yönetim, yatırımcılar ve diğer paydaşlar için bir şirketin performansını maksimize etmeyi amaçlamaktadır. Bununla birlikte, iyi kurumsal yönetim, finansal piyasalarda daha yüksek getirilerin yanı sıra şirketin finansal başarısına da yol açabilir. Bu, ayrıca yerli ve yabancı yatırımcıların güvenini kazanmakla birlikte, şirketlerin finansman ihtiyaçlarını daha kolay ve daha düşük maliyetle karşılayabilmesi için gerekli kaynakları sağlamaktadır. Diğer bir deyişle, kurumsal yönetim ilkelerinde hesap verebilirlik, adalet, şeffaflık ve hesap verebilirlik ile yatırımcıların, yönetim kurulu üyelerinin, tedarikçilerin, yöneticilerin ve çalışanların haklarının korunması ilkelerinde firma faaliyetlerinin yönlendirildiği ve kontrol edildiği bütünsel bir süreç olmaktadır (Soenmez, 2019; Kajanathan ve Achchuthan, 2013).

Afrika'da daha önce yapılan çalışmalara göre iyi kurumsal yönetim, kurumsal sorumluluğun hem yerli hem de yabancı yatırımcıları çekerek kurumsal itibarın artmasına neden olmaktadır. İyi kurumsal yönetim, Afrika iş ortamındaki en büyük sorunlardan biri olarak kabul edilen yolsuzluk ve etik olmayan iş uygulamalarına karşı bir önlem olarak kullanılabilir (Armstrong, 2003; Rossouw 2005). Bu nedenle, bir kıta olarak Afrika, son yıllarda, özellikle son küresel finansal krizden sonra, hem sektörel hem de ulusal düzeyde akademisyenler, profesyoneller ve politika yapıcılar arasında kurumsal yönetime artan bir ilgiyi deneyimlemektedir. Afrika ülkelerindeki sorunların, mülkiyet hakları açısından zayıf kurumsal ortamdan, zayıf ve yozlaşmış yargı sisteminden, makroekonomik istikrarsızlıktan, ticaret kısıtlamalarından ve ekonomik faaliyetlerinin devlet tarafından düzenlenmesinden kaynaklandığı düşünülmektedir.

Potansiyel yabancı yatırımcılar piyasa risklerini, siyasi riskleri, kur risklerini ve iş risklerini tolere edebilirler, fakat azınlıkların ve yatırımcı haklarının ihlaline müsamaha göstermemekteler, dolayısıyla yetersiz düzenlemeler ve kötü yönetimden kaynaklanan bozulma riskleri yabancı yatırımcılar tarafından kabul edilememektedir (Okeahalam ve Akinboade, 2003).

Son yıllarda, özellikle 2008/2009 küresel mali krizinden sonra, Afrika Kıtasında daha iyi kurumsal yönetimi sağlamak amacıyla birçok reform gerçekleştirilmiştir. Bununla birlikte, bazı ülkelerin menkul kıymetler borsaları hala gelişmemiştir. Bunun nedeni, Mısır Menkul Kıymetler Borsası (kuruluş yılı: 1883), Güney Afrika'daki Johannesburg Menkul Kıymetler Borsası (kuruluş yılı: 1887), Zimbabve Menkul Kıymetler Borsası (kuruluş yılı: 1896), Kenya'daki Nairobi Menkul Kıymetler Borsası (kuruluş yılı: 1954) ve Nijerya Menkul Kıymetler Borsası (kuruluş yılı: 1961) hariç, bazılarının 1990'larda veya 2000'lerin başında kurulmuş olmalarıdır. Zimbabve Menkul Kıymetler Borsası 1896'da kurulmuş, fakat yabancı yatırımcılara 1993'te açılmıştır. Bu ekonomilerin bazılarında, her bir şirketin çeşitli paydaşlarının çıkarlarını koruyan yasa ve düzenlemeler mevcuttur (Munisi ve Randoy, 2013).

Anglo-Sakson modeli ve Avrupa-Asya modeli olmak üzere iki temel kurumsal yönetim modeli vardır. Anglo-Sakson modelinin güçlü hissedarlık kültürüne sahip bir model olduğu ve bu nedenle modelde yatırımcıların baskın olduğu söylenmektedir. İkinci model, tüm paydaşların haklarını korumaya odaklanan Avrupa-Asya modelidir. Her iki kurumsal yönetim modeli de başarılı yönetim için çok iyi modellerdir (Erdoğan, 2010). Ancak İngiltere ve Amerika Birleşik Devletleri gibi verimli ve gelişmiş menkul kıymetler borsasına sahip ülkeler Anglo-Sakson modelini uygulamaktalar.

Afrika kıtasında Kuzey, Batı, Doğu, Orta ve Güney Afrika alt kıtalarından oluşan 54 ülke bulunmaktadır. Tüm ülkeler iki ana kurumsal yönetim modeli altında sınıflandırılmıştır. Anglo-Sakson modelini uygulayan Afrika ülkeleri genellikle İngilizler tarafından sömürgeleştirilen ve onların finansal sistemlerini uygulayan ülkelerdir. Bu ülkelere Ortak Hukuk (teamül hukuku) ülkeleri' '*Common Law countries*' olarak adlandırılmaktadır. Avrupa-Asya modeli ise genellikle Fransa'nın sömürgeleştirdiği ülkeler ve Portekiz gibi diğer Medeni Hukuk '*Civil Law countries*' ülkeleri tarafından uygulanmaktadır. Ortak Hukuk ülkeleri, Mısır hariç, genellikle

kıtanın Güney, Doğu ve Batı Afrika'sında yer almaktadır. Medeni Hukuk ülkeleri ise daha çok Orta Afrika, Batı Afrika ve Kuzey Afrika'da yer alan ve resmi dili Fransızca olan ülkeler kapsamaktadır (Roussou, 2005).

Bu araştırmanın odak noktası esas olarak Ortak Hukuk ülkeleridir. Bu nedenle araştırmanın ikinci bölümünde her ülkenin kurumsal yönetim alanındaki sorunu kısaca ele alınmıştır. Bununla birlikte, Afrika'nın Ortak Hukuk ülkelerindeki kurumsal yönetim ile ilgili genel sorunlar, şirket skandalları, yolsuzluk ve en önemlisi, açıklanamayan uyumsuzlukların sağlanmasına ve cezalandırılmasına yönelik zayıf yasal ve yetersiz düzenleyici ve uygulama sistemleri ile ilgilidir. Kurumsal skandallar arasında; muhasebe sahtekarlığı, kötü niyetli ticaret, içeriden bilgi ticareti (insider trading) ve ahlâki tehlike yer almaktadır. Bu noktada, her bir Ortak Hukuk ülkesinin incelenmesinin ardından, yukarıda belirtilen sorunların geri kalanına neden olan temel sorunların; uygulama eksikliği ve zayıf yasal düzenlemeler ve/veya düzenleyici sistem olduğu görülmektedir. Ancak zayıf bir yasal ortam, şirketler için iyi bir fırsat sunmaktadır. Bu fırsat sayesinde bir şirket, gönüllü olarak iyi kurumsal yönetimi uygulamakla potansiyel yatırımcılara çekici bir sinyal göndererek kendisini diğer şirketlerden farklılaştırabilir.

Afrika'nın kurumsal yönetimle ilgili sorunlarının yukarıda kısaca tartışılmasına ve İkinci Bölümde tartışılacak olan diğer sorunlara rağmen, tüm Afrika'nın Ortak Hukuk ülkelerinin kurumsal yönetimdeki 'en iyi uygulama kuralları' İngiltere, ABD, OECD gibi gelişmiş ülkelerin kurumsal yönetim kurallarından türetilmiştir (Waweru, 2014). Bu mevzuat ve düzenlemeler, gelişmiş ülkelerde yabancı yatırımcıların dikkatini çekmek için uygulanmaktadır. Bunun yanı sıra, az gelişmiş piyasalar, zayıf hukuk sistemleri ve yukarıda açıklanan diğer sorunlar nedeniyle Afrika'daki iş ortamı, onu gelişmiş ülkelere önemli ölçüde farklı kılmaktadır.

Dolayısıyla, bu araştırmanın yanıtlamaya çalıştığı temel soru şudur: ***Birleşik Krallık ve ABD gibi gelişmiş ülkelerde benimsenen kurumsal yönetimin en iyi uygulama kodlarının Afrika piyasalarında kurumsal performansı artırmak ve hissedar değerini en üst düzeye çıkarmada etkin bir şekilde uygulanıp uygulanamayacağıdır.***

Bu araştırmanın temel hipotezi ve diğer alt hipotezlerinin test edebilmek için, çalışmada ana kütle olarak olarak Afrika'nın Ortak Hukuk ülkelerinin borsalarında işlem gören şirketler kullanılmıştır. Afrika'da, on üç (13) Ortak Hukuk ülkesinin borsasında işlem gören şirketlerden alınmıştır. Örneklem, ise söz konusu on üç (13) ülkenin listelenen şirketlerden alınmıştır. Aşağıdaki borsalarda işlem gören tam veriye sahip şirketlerden oluşmaktadır; Nijerya Menkul Kıymetler Borsası, Johannesburg Menkul Kıymetler Borsası (Güney Afrika ülkesi), Mısır Menkul Kıymetler Borsası, Zimbabwe Menkul Kıymetler Borsası, Nairobi Menkul Kıymetler Borsası (Kenya), Gana Menkul Kıymetler Borsası, Malavi Menkul Kıymetler Borsası, Moritius Menkul Kıymetler Borsası, Darüsselam Menkul Kıymetler Borsası (Tanzanya), Uganda Menkul Kıymetler Borsası, Lusaka Menkul Kıymetler Borsası (Zambiya), Namibya Menkul Kıymetler Borsası ve Botswana Menkul Kıymetler Borsası. Örneklem hem finansal hem de finansal olmayan şirketleri içerir. Bu çalışmada kullanılan veriler 2013-2019 yıllarına ait yedi (7) yıllık örnekleme süresini kapsamaktadır. Analizlerde kullanılan tüm veriler örnekleme dahil edilen şirketlerin yıllık raporlarından ve mali tablolarından alınmıştır. Böylece toplam olarak 1.092 örneklem sayısı kullanılmıştır.

Afrika'nın Ortak Hukuk ülkelerinde kurumsal yönetim uygulamalarının şirketin finansal performansı üzerindeki etkisine ilişkin literatür taraması yapıldığında, konunun yeterince çalışılmadığı görülmektedir. Örneklem olarak 13 ülkenin tümünü kullanarak Ortak Hukuk ülkelerinin kurumsal finansal performans üzerindeki etkisini ampirik olarak araştıran hiçbir çalışma bulunmamaktadır. Bu nedenle, bu çalışma, bilinen çalışmalara ve bilgilere göre, Afrika genelinde on üç (13) Ortak Hukuk ülkelerini ele alan ilk ampirik çalışmadır ve bu da bu çalışmanın önemini ifade etmektedir.

Önceki çalışmalar gözden geçirilirken, Afrika'nın Ortak Hukuk ülkelerinde kurumsal yönetim uygulamalarının şirketlerin finansal performansı üzerindeki etkisine odaklanan araştırmaların, daha çok dört ülkeyi (Nijerya, Gana, Kenya ve Güney Afrika ülkesi) kapsadığı görülmektedir. Bu araştırmalardan bazıları şunlardır: Kyereboah-Coleman (2007); Abor ve Fiador, (2013) vb. Mevcut araştırmaya en yakın ve en kapsamlı araştırma Sahra altı Afrika ülkelerini (Güney Afrika ülkesi, Zimbabwe ve Namibya hariç) ele alan çalışmalardır. Bu çalışmalar şunlar dahildir: Nganga ve diğerleri (2003); Munisi ve Randoy, (2013). Mevcut çalışmaya sadece Zimbabwe, Namibya ve Güney

Afrika ülkesi'nin eklenmediği, Mısır'ın ise bir Ortak Hukuk ülkesi olması nedeniyle çalışmanın evrenine dahil edildiği görülmektedir.

Afrika'nın tüm Ortak Hukuk ülkelerindeki kurumsal yönetim mevzuatı, düzenlemeleri ve en iyi uygulama kuralları İngiltere'nin ünlü Cadbury Raporundan, ABD'nin Sarbanes-Oxley Yasasından, OECD kurumsal yönetim ilkelerinden ve Güney Afrika ülkesi'nin Kral II ve Kral III raporlarından (Hearn, 2011), kurumsal yönetimin CACG ilkelerinden, Birleşik Krallık'ın Birleşik İlkelerinden ve diğer gelişmiş ülkelere ait kurumsal yönetimin en iyi uygulamalarına ilişkin tavsiyelerinden türetilmiştir. Daha önce belirtildiği gibi, bu çalışma yazarın bilgisi dahilinde, Afrika'daki on üç (13) Ortak Hukuk borsasında işlem gören şirketleri birlikte inceleyen ilk ampirik çalışma olmaktadır. Bu nedenle, bu çalışma ilgili literatüre katkı sağlaması açısından önemlidir ve ileride yapılacak çalışmalar için bir temel oluşturabilmektedir.

Bu çalışmanın temel amacı, kurumsal yönetim mekanizmalarının Afrika'nın Ortak Hukuk ülkelerindeki şirketlerin finansal performansı üzerindeki etkisini incelemektir.

Çalışma, düzenleyiciler, mevcut ve potansiyel yatırımcılar, uygulayıcılar, akademik literatür, analistler, hükümetler ve diğer ilgili paydaşlar için çok faydalı olacaktır. Bu, aynı zamanda çalışmanın sonuçlarından elde edilen bilgileri şirketler arasında karşılaştırmalar yapmak için kullanmak suretiyle karar vermelerine yardımcı olması açısından şirket yöneticilerine çok önemli katkı sağlayacaktır. Bununla birlikte, çalışma, şirketin finansal performansı ile daha iyi bağlantılı olan kapsamlı bir endeksi benimseyerek, Afrika'daki Ortak Hukuk ülkeleri üzerine gelecekteki araştırmalar için bir temel sağlayabilir. Çalışma bir yandan Afrika'nın Ortak Hukuk ülkelerindeki şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarını ne kadar benimseyip raporladıkları, kamuya ne kadar açıklama yapıldığı ve gönüllülük esasına dayalı bilgilerin ne düzeyde kamuoyuna açıklandığı konusunda da fikir sunmaktadır. Öte yandan, Afrika şirketleri ile uyumlu kurumsal yönetim ilke, yasa ve tavsiyelerinin hangi bölümlerinin kolaylıkla benimsendiği ve şirketlerin, bunlardan hangilerini benimsemekte zorlandıkları konusunda da fikir sunmaktadır. Ayrıca bu çalışmadan elde edilen sonuçlar, Afrika ülkeleri tarafından kurumsal yönetim kodlarının tasarlama sürecinde ve her ülkenin kendi kurumsal yönetim derecelendirme endeksinin tasarlanmasında için katkı sağlayacağı düşünülmektedir.

Sonuç olarak, bu araştırmadan elde edilen bulgular hem Afrika'da hem de dünya genelinde kurumsal yönetim literatürüne katkı sağlayacaktır. Aynı zamanda Afrika'nın hem Ortak Hukuk hem de Medeni Hukuk ülkeleri için kapsamlı bir veri tabanı oluşturacak ve/veya temel bir araştırma niteliğinde olacaktır.

Bu çalışma beş bölümden oluşmaktadır. Kurumsal Yönetim başlıklı ilk bölüm, kurumsal yönetimin kavramsal çerçevesini kapsamaktadır. Bu doğrultuda kurumsal yönetim kavramı hakkında bilgi verilmenin yanı sıra kavramın kısa bir tarihsel özeti de verilmektedir. Kurumsal yönetim ilkeleri açıklanmış ve kurumsal yönetim teorilerine de kısaca değinilmiştir. Bölümün son kısmı, özellikle Anglo-Sakson ve Avrupa-Asya modelleri başta olmak üzere kurumsal yönetim modellerinin kısa bir araştırmasını içermektedir.

İkinci bölümde, Afrika'daki kurumsal yönetim durumundan bahsedilmektedir. Bölümde ilk olarak kısa bir bilgi verilmesinin ardından Afrika'da kurumsal yönetimin önemi ele alınmıştır. Ortak Hukuk ve Medeni Hukuk ülkeleri arasındaki farklar da açıklanmıştır. Ardından Afrika'nın Ortak Hukuk ülkelerindeki kurumsal yönetim düzenlemelerinin kaynakları açıklanmıştır. Afrika'nın her bir Ortak Hukuk ülkesindeki kurumsal yönetimin düzenleyici ortamı, kurumsal yönetimin, ülkelerdeki şirketlerin mali performansı üzerindeki etkisinin ampirik analizleriyle birlikte incelenmiştir. Daha sonra araştırma problemine yer verilmiş ve son olarak araştırma sorusu ve araştırmanın hipotezleri geliştirilmiştir.

Çalışmanın üçüncü bölümü araştırma tasarımı ve metodolojisi olup, çalışmanın amaçlarının verildiği bölümün tanıtımı ile başlamakta, ardından çalışmanın motivasyonu ve gerekçesi yer almaktadır. Araştırmanın önemi ve anlamına da değinilmiş, ardından araştırma tasarımı, veri toplama, değişkenlerin tanımı, modellerin özellikleri ve veri analizlerinin tekniği yer almaktadır.

Dördüncü bölüm, sonuç ve tartışmaları içermektedir, betimsel analizlerle başlayıp, kurumsal yönetim endeksi ve alt endeksleri arasındaki korelasyondan elde edilen sonuçlar sunulmuş ve tartışılmıştır. Sonra, panel regresyonun sonuçları sunulmuş ve tartışmalar yapılmıştır. Daha sonra da sağlamlık kontrolü yapıp tartışılmış ve son olarak hipotezler test edilmiştir.

Beşinci ve son bölümde ise çalışmanın özeti, sonuç ve öneriler yer almaktadır. Bölüm, çalışmanın genel özeti ile başlamış, ardından bulguların özeti ile devam etmiştir. Daha sonra sonuca, çalışmanın katkısı ve sınırlılıkları sunulmakta ve son olarak öneriler sunulmaktadır.

BİRİNCİ BÖLÜM

KURUMSAL YÖNETİM

1.1 KURUMSAL YÖNETİM KAVRAMI

Bu bölümde kurumsal yönetimin tanımı ve kapsamı, kurumsal yönetim kavramına kısa bir tarihsel bakış, kurumsal yönetimin temel ilkeleri ve kurumsal yönetim ile ilgili teoriler kısaca ele alınmıştır. Son olarak, Anglo-Sakson ve Avrupa-Asya modellerine ilişkin kurumsal yönetim modelleri açıklanmıştır.

1.1.1 Kurumsal Yönetimin Tanımı ve Kapsamı

Kurumsal yönetimin evrensel olarak kabul edilmiş bir tanımı yoktur; fakat kurumsal yönetim alanında neredeyse ne kadar araştırma varsa o kadar tanım vardır. Bununla birlikte birçok araştırmacı, akademisyen, uzman, kuruluş ve kurumlar, kurumsal yönetimi farklı görüş ve bakış açılarıyla tanımlamaktadır. Claessens ve Yurtoğlu (2013) birçok araştırmada yer alan kurumsal yönetim tanımını iki kategoride sınıflandırmıştır. İlk tanım kategorisi, büyüme, performans, finansal yapı, verimlilik ve yatırımcılara ve diğer paydaşlara muamele gibi ölçüler açısından şirketlerin takip ettiği (şirketlerin fiili davranışı) bir dizi davranış kalıpları ile ilgilidir. Onlar, bu tanım kategorisinin çoğunlukla ve mantıklı olarak tek bir ülke veya bir ülke içindeki şirketlerle ilgili çalışmalarda bulunduğunu belirtmişlerdir. Bu tanım sınıfı, daha çok yönetim kurullarının nasıl çalıştığı, mülkiyet sahiplik yapısı ve bunun şirket performansı ile ilişkisi, şirket performansının belirlenmesinde yönetici ücretinin rolü, işgücü politikaları ile şirket performansı arasındaki ilişki ve birden fazla hissedarın rolü gibi konulara odaklanmaktadır.

Öte yandan, tanımların ikinci kategorisi, kurumsal yönetimin normatif çerçevesiyle yani yasal (sistem) çerçeve, bir ekonomideki yargı sistemi, finansal piyasalar ve faktör (emek) piyasaları ile ilgilidir. Bu, şirketlerin faaliyetine ilişkin kural ve düzenlemeleri kapsamaktadır. Bu nedenle, bu tanım kategorisi çoğunlukla ve mantıklı olarak karşılaştırmalı çalışmalarda görülmektedir, çünkü çalışmalar normatif çerçevedeki

farklılıkları ve bunun şirketlerin, yatırımcıların ve diğerlerinin davranış kalıpları üzerindeki etkisini incelemeye ve keşfetmeye eğilimlidir.

Kurumsal yönetimin en kabul edilebilir tanımları, Cadbury raporu ve Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Teşkilatı (OECD) tarafından yapılan tanımlardır. 1992 tarihli Cadbury komite raporu, kurumsal yönetimi “iş organizasyonlarının yönlendirildiği ve kontrol edildiği bir sistem” olarak tanımlamaktadır. 2000 yılında, Sir Adrian Cadbury, kurumsal yönetimi, ekonomik ve sosyal hedefler ile bireysel ve toplumsal hedefler arasında denge kurma süreci olarak tanımlamıştır (Cadbury, 2000). Benzer şekilde OECD, kurumsal yönetimi “şirket hedeflerinin belirlendiği yapı ve bu hedeflere ulaşma ve performansı izleme araçları” olarak tanımlamıştır (OECD, 1999). Çok daha ayrıntılı bir tanım 2004 yılında OECD tarafından güncellenmiştir;

“Kurumsal Yönetim, bir şirketin yönetimi, yönetim kurulu, hissedarları ve diğer ilgili tarafları arasındaki bir dizi ilişkiyi içermektedir, ayrıca, Kurumsal Yönetim şirket hedeflerinin belirlendiği yapıyı ve bu hedeflere ulaşma araçlarının ve performansın izlenmesinin belirlenmesini sağlamaktadır” (OECD, 2004).

Ayrıca kurumsal yönetimin çalışmaları bakıldığında zaman geçtikte birçok tanımları araştırmacıların tarafında ortaya konulmuştur. Hem tarihsel olarak hem de yukardaki iki tanımdan yola çıkarak ve bunlara atıfta bulunarak, birçok araştırmacı ve uzman, kurumsal yönetimi çeşitli şekilde tanımlamıştır.

1988'de Cochran ve Warwick, kurumsal yönetimi, üst yönetim, yatırımcılar, yönetim kurulları ve diğer paydaşlar arasındaki etkileşimlerden belirsizliğe yer vermeyen konuları içeren bir şemsiye olarak tanımlamışlardır. Keasey, Monks ve Minow (1995) kurumsal yönetimi, şirketlerin yönünü ve performansını belirlemek için icra kurulu başkanı, hissedarlar, çalışanlar ve yönetim gibi çeşitli üyeler arasında var olan ilişki olarak tanımlamaktalar. Thomson ve Wright (1997) ise kurumsal yönetimi, şirketlerin başarılı bir şekilde çalışmasını sağlayan yapılar, prosedürler, organizasyonel kültürler ve sistemler olarak tanımlamışlardır. Shleifer ve Vishny'ye (1997) göre kurumsal yönetim, bir şirketin yatırımcılarının ve alacaklılarının yatırımlarından geri dönüş almayı garanti etme yollarıyla ilgilenmektedir.

Ayogu (2001), kurumsal yönetimin paydaşların, hissedarların, çalışanların, alacaklıların müşterilerin ve çevredeki toplulukların refahını hesaba katmak için eylemlerinde yönetimi teşvik eden kurumların oluşturulması ve düzenlenmesi ile ilgilendiğini belirtmiştir. Kurumsal yönetim aynı zamanda, bir yanda yöneticileri ve kurumsal girişimcileri içeren kurumsal yapı ile diğer yanda yatırımcılar ve alacaklılar arasındaki ilişkiyi yöneten yasaları, kuralları, düzenlemeleri ve kabul edilmiş iş uygulamalarını içeren özel ve kamu kurumlarının birleşimi olarak tanımlanmaktadır (Oman, 2001). Okeahalam ve Akinboade'ye (2003) göre Kurumsal Yönetim, bir şirketin gücünün, kurumsal misyonu bağlamında hissedar değerini korumak ve artırmak ve diğer paydaşları tatmin etmek amacıyla şirketin varlık ve kaynak portföyünün yönetiminde uygulanma yollarını ifade etmektedir. Bu nedenle, kamu politikası perspektifinden kurumsal yönetim, bir şirketi yönetmekle aynı zamanda şirketler tarafından hesap verebilirliği ve korumayı sağlamakla ilgilidir. Ararat ve Orbay'a (2006) göre "kurumsal yönetim, şirketlerin yönlendirilmesine ve kontrolüne yönelik yapılar ve süreçlerle süreçlerle ilgilenmekte, aynı zamanda finans açısından bakıldığında ise, kurumsal yönetim, şirketlere finansman sağlayan tedarikçilerin yatırımlarından geri dönüş almayı garanti etme yollarıyla ilgilenmektedir." Kyereboah-Coleman (2007) da kurumsal yönetimi, kurumsal varlıkların etkin yönetimini ve performansını garanti etmek için süreçler, ölçüler, yapılar ve kesin bir hesap verebilirlik çizgisi olarak tanımlamıştır. Claessens ve Yurtoğlu (2013) kurumsal yönetimi, mülkiyetin yönetimden ayrılması durumunda şirketlerin faaliyet gösterdiği bir dizi mekanizma olarak tanımlamaktadır.

Yukarıdaki tanımlar incelendiğinde, kurumsal yönetimin tanımına yönelik en az iki yaklaşımın olduğu açıkça görülmektedir: kurumsal yönetimi tanımlayan "dar" yaklaşım ve "geniş" yaklaşım. Dar yaklaşım esas olarak kurumsal yönetimin iç mekanizmasına odaklanırken, geniş yaklaşım esas olarak kurumsal yönetimin hem iç hem de dış mekanizmalarına odaklanmaktadır. Başka bir deyişle, dar-geniş sınıflandırma, bir kurumsal yönetim rejiminin esas olarak aşağıdakilerden birini tatmin etmeye odaklandığı büyüklük üzerine kuruludur: sırasıyla hissedarların servetinin maksimize edilmesi (hissedarın çıkarı) veya çeşitli paydaş gruplarının çok daha geniş çıkarlarının karşılanması (Ntim, 2009). Jensen'e (1993) göre kurumsal yönetim mekanizmaları, iç kontrol mekanizmaları, dış kontrol mekanizmaları, yasal ve düzenleyici mekanizmalar ve ürün piyasası rekabeti olmak üzere birkaç yere ayrılmaktadır. Ancak, bu

mekanizmalar birçok araştırmacı tarafından iç mekanizma (esas olarak yönetim kurulu, yönetim ve mülkiyet sahiplik yoğunlaşmasını içermekte) ve yasal ve düzenleyici ortam, yönetsel işgücü piyasası, kurumsal kontrol, yerel topluluklar, kültürel, politik, sosyal ve ekonomik politikalar, şirketlerin içinde faaliyet gösterdiği kurumlar ve ürün piyasası rekabetini de içeren dış mekanizmalar olarak yeniden sınıflandırılmıştır (Jensen 1993; Owtscharov 2007; Ntim, 2009).

Bu nedenle, yukarıdaki tanımlara bakıldığında, kurumsal yönetimin, bir şirketin yönetimi, yönetim kurulu ve diğer paydaşlar arasındaki ilişkiyi şekillendiren yasal ve düzenleyici çerçeve biçimindeki “yapılması ve yapılmaması gerekenler” ile ilgili olduğu kolaylıkla çıkarılabilir.

1.1.2 Kurumsal Yönetime Kısa Bir Tarihsel Bakış

Kurumsal yönetim çok eski zamanlardan beri mevcuttur. Kurumsal yönetimin tarihsel kayıtları, kurumsal yönetimin antik çağlardan beri uzun bir geçmişe sahip olduğunu göstermektedir. Roma İmparatorluğu'ndan Orta Doğu'daki iki büyük dinin (İslam ve Hıristiyanlık) evrimine ve/veya çağına kadar, yalnızca kamu işlerini ve davranışlarını ortak yarar için tam bir şeffaflıkla yönetmek üzere kurulmuş farklı kurumsal varlıklar mevcut idi (Oso ve Semiu, 2012). 16. yüzyılda İngiltere, tüm ticari işlemlerini şeffaflık, hesap verebilirlik, verimlilik ve etkinlik ile yönetmek ve paydaşları teşvik etmek için anonim şirketler ve ‘*Bank of England*’ olan İngiltere Merkez Bankası gibi düzenleyici otoriteler aracılığıyla, çeşitli kural ve düzenlemelerle en güçlü ticaret ülkesi olmuştur (Oso ve Semiu, 2012). Kurumsal yönetimin tarihteki ilk iyi belgelenmiş başarısızlığı, 1700'lerde South Sea Bubble'ın çöküşü olmuştur. Ancak ortaya çıkan yeni iş kanunları ve uygulamaları İngiltere'nin yeni iş devrimin başlatması sebebi olmuştur. Amerika'da, 1929'daki borsa çöküşü, kurumsal yönetim yeni devriminde ve güvenlik yasalarının yürürlüğe girmesinde çok önemli bir rol oynamaktadır (Ranti, 2011).

Tarihe genel olarak bakıldığında, 1970'lerin İngiltere ikincil bankacılık krizine, 1980'lerin ABD tasarruf ve kredi krizlerine, 1990'ların Doğu-Asya ekonomik ve finansal krizine ve 2008/2009 küresel finansal krizlerine kadar uzanan bir dizi finansal krizler ve şirket başarısızlıklarının yaşandığını görmekteyiz (Ranti, 2011; Karaye, 2014). Tüm bu krizler ve başarısızlıklar, uygun ve yeterli kurumsal yönetim

hükümlerinin eksikliğiyle ilişkilendirilmekteydi. Bu nedenle, günümüz kurumsal yönetim mekanizmasının ve kontrolünün evrimi, yavaş yavaş kurumsal başarısızlıklardan ve finansal krizlerden alınan derslerle doğrudan ilişkili olan yasaların, yönetmeliklerin ve gereksinimlerin çıkarılmasından kaynaklanmaktadır.

Menkul Kıymetler Borsası, bir ekonomide kurumsal yönetimin kurulmasında ve güçlendirilmesinde önemli bir rol oynamaktadır. Menkul Kıymetler Borsası, kurumsal yönetimin tartışmasız en önemli (dış mekanizma) kurumudur. Ancak bir kurum olarak hem Menkul Kıymetler Borsası hem de kurumsal yönetim kural ve düzenlemeleri zamanla değişmektedir. Bir yandan kurumlar bir boşlukta ortaya çıkmayıp ülkedeki kural ve yasalardan ve küreselleşmeden etkilenebilirken, diğer yandan bir ülkenin yasaları ve kuralları da onun kurumsal yapısından etkilenebilir. Bu nedenle, hem kurumlar hem de kurallar bir ekonomideki diğer faktör ve koşullara iç içededir (Shleifer ve Vishny, 1997; Claessens ve Yurtoğlu, 2013).

Bu çalışmanın ikinci bölümünde, Afrika menkul kıymetler borsasının kurumsal yönetimi nasıl desteklediğine ve Afrika'daki kurumsal yönetimdeki son gelişmelere ilişkin görüşler yer almaktadır.

1.2 KURUMSAL YÖNETİMİN TEMEL İLKELERİ

Bir şirkette hissedarlar, yönetim kurulu, yöneticiler, çalışanlar, alacaklılar ve tedarikçiler dahil olmak üzere birçok paydaş vardır. Şirketin aradığı hedeflerin tüm paydaşların beklentilerini eşit olarak karşılaması ve tatmin etmesi mümkün değildir. Bunun nedeni, şirketlerle ilgili çeşitli paydaşların beklentilerinin zaman içinde ve bir gruptan diğerine değişebilmesidir (Sönmez, 2019). Ancak bir şirketin Genelge ve Esas Sözleşmesi'ni tasarlama sürecinde, şirket yönetiminin bunu tüm paydaşların beklentilerini karşılayacak şekilde tasarlaması ve dengeli bir şekilde yapması gerekmektedir (Boyacıoğlu, 2017).

Kurumsal yönetim sistemi, hukuk sistemi, sektör yapısı, mülkiyet yapısı ve mülkiyet yoğunluğu ve şirketler arasındaki tarihsel ve kültürel arka plan açısından ülkeler arasında farklılıklar olsa da kurumsal yönetimin temel ilkeleri aynı ve evrenseldir (Boyacıoğlu, 2017). Bu bağlamda kurumsal yönetim teorileri ve kurumsal yönetime ilişkin rapor, mevzuat ve düzenlemeler kurumsal yönetimin dört temel ilkesine

odaklanmaktadır. Aslında OECD'nin ortaya koyduğu Kurumsal Yönetim İlkeleri de bu dört temel ilke üzerine tasarlanmıştır (Güçlü, 2010). Bu temel ilkeler hem Anglo-Sakson modelinin uygulandığı ülkelerde hem de Avrupa-Asya modelinin uygulandığı ülkelerde geçerlidir. Temel ilkeler şunlardır; adillik (eşitlik), şeffaflık, sorumluluk ve hesap verebilirlik. Bu temel ilkelerden herhangi birinin olmaması, eksikliği uğraması, sağlıksız veya etkinsiz şekilde uygulanırsa kurumsal yönetim sisteminin oluşumunu olumsuz etkileyecektir (Günel, 2018). Dolayısıyla bir şirketin en yüksek performansı elde etmesi, en yüksek kârı elde etmesi, en başarılı olması ve en rekabetçi olması için bu temel ilkelerin eş zamanlı olarak uygulanması gerekmektedir.

1.2.1 Adillik (Eşitlik)

Adillik İngilizcesi olan '*fairness*' ilkesinde, şirketin hissedarlarına adil ve eşit davranılması gerektiğini vurgulamaktadır. Bu ilkeye göre, azınlık hissedarlar ve yabancı hissedarlar da dahil olmak üzere tüm hissedarların hakları korunmalı ve onlarla yapılacak herhangi bir sözleşmede yer alan tüm haklar serbestçe kullanılmalıdır (Günel, 2018).

Adillik ilkesi, adaletin sadece hissedarlara değil, tüm şirketin paydaşlarına karşı adil olması ve onlara eşit davranması gerektiğini savunmaktadır. Bir şirketin hissedarları bir aileden, bir kurumdan, başka bir şirketten, yabancı yatırımcıdan, birkaç yabancı şirket veya kurumdan oluşabilir veya bir şirketin hisselerinin önemli bir kısmına tek bir kişi sahip olabilir. Çoğu zaman bir şirkette çok sayıda kişi düşük oran paya sahibi olabilir. Bununla birlikte, firmalarda imtiyazlı hissedarları da bulunabilir. Bu nedenle, azınlık hissedarlar, yabancı hissedarlar ve imtiyazlı hissedarlar haklarının kötüye kullanılmasından zarar görebilirler. Bu ilke, çoğunluk hissedarların yabancı ve azınlık hissedarlar üzerinde mülkiyet veya kontrol konusunda baskı oluşturmasını önlemeyi amaçlamaktadır. Adillik ilkesine göre, farklı niteliklere sahip pay sahiplerinin hem haklarını korumaları hem de bu hakların kullanılması için uygun imkânları sağlamaları gerekmektedir. Bu nedenle ilke, pay sınıfına bakılmaksızın tüm pay sahiplerinin yıllık genel kurul toplantısında pay sahiplerinin oy kullanmalarının kolaylaştırılması gibi hususların adillik ilkesi çerçevesinde yapılması gerektiğini belirtmektedir. Ayrıca, pay sahiplerinin haklarının ihlal edilmesi durumunda yeterli tazminat almalarını sağlayan

adillik ilkesine önemli bir açıklama yapılmıştır (Klapper ve Love, 2004; Erdoğan, 2010; Levent, 2018).

Hak ve menfaat eşitliğine dayalı adalet, sadece hissedarlar için değil, şirketin tüm paydaşları için de geçerlidir. Şirketin hissedarlarının ve diğer paydaşların amaçları şirket hedeflerinden farklı olabilir. Bu nedenle tüm çıkar grupları arasında bir çıkar çatışmasının olması kaçınılmazdır. Bu ilke, şirket yönetiminin farklı çıkarlara sahip hissedarlar ile diğer ilgili taraflar arasında bir denge kurduğuna vurgu yapmaktadır.

Adillik ve eşitlik ilkesi, pay sahipleri başta olmak üzere tüm ilgili tarafların bilgi alma hakkı, açıklanan bilgileri inceleme hakkı, genel kurula katılma hakkı, kâr payı alma hakkı, azınlık hakları, oy hakkı sahiplerinin haklarının kullanılması ve aynı gruptaki pay sahiplerine eşit muamele edilmesi anlamına gelmektedir (Sağlam 2018; Sönmez, 2019).

Kısacası, adillik ilkesi sadece şirketin hissedarlarına eşit davranmak anlamına gelmez. Bu ilke, hissedarların, yönetim kurulunun ve yönetimin çalışanlar, müşteriler, sendikalar, devlet tedarikçileri ve alacaklılar gibi paydaşlara adil ve eşit davranması ve olası çıkar çatışmalarını önlemek için ellerinden gelenin en iyisini yapması gerektiği anlamına gelmektedir. Bu, ayrıca, bir şirketin çalışanlarına karşı adil bir politika uygulaması gerektiğini de ifade etmektedir. Bu nedenle aynı seviyedeki çalışanlar arasında uygun ücret, terfi, iş güvencesi vb. sağlanmalıdır. Bununla birlikte, herhangi bir tercihi muamele olmaksızın eşit muameleyi garanti etmek de gereklidir. Bir şirketin çalışanları arasında çıkar çatışmalarının önlenmesi için paydaşın dini, dili ve ırkı gözetilmeksizin adil ve eşit muamele gerekmektedir (Günel, 2018; Eryazgan, 2019).

1.2.2 Şeffaflık

Şeffaflık '*Transparency*' ilkesi, bir şirketin hissedarlarının, potansiyel yatırımcılarının ve diğer paydaşların karar verme sürecini etkileyen tüm bilgilerin kamuoyu ile paylaşılması gerektiğini ifade etmektedir. Kamuya açıklanan finansal ve finansal olmayan işlemlerin yanı sıra kullanılan metodoloji ve ortaya çıkan rakamların nasıl ele alındığı da açıklanmalıdır. Bu nedenle bir şirketin, mali tablolarını ve raporlarını uluslararası kabul görmüş muhasebe standartlarını kullanarak hazırlaması

gerekmektedir. Şeffaflık ilkesine sıkı sıkıya bağlı kalan şirketler, zamanla paydaşlarının güvenini kazanan şirketler haline gelmektedir (Güçlü, 2010).

Kurumsal yönetimde şeffaflık ilkesi, şirketin finansal ve finansal olmayan bilgilerinin kamuoyu ile paylaşılmasında bilginin doğru, anlaşılır, kolay erişilebilir, yorumlanabilir, zamanında ve düşük maliyetle iletilmesi gerektiğini vurgulamaktadır (Levent, 2018). Şeffaflık, şirketin ticari ve yönetime ilişkin gizli bilgileri dışındaki tüm bilgilerin kamuya açıklanması anlamına gelmektedir. Bu bilgiler sadece finansal bilgileri içermekle kalmamalı, aynı zamanda finansal olmayan ilgili ve önemli bilgiler de kamuya açıklanmalıdır. Şeffaflık ilkesi, sermaye piyasasına ilişkin belirsizlikleri ortadan kaldırmak için şirketin finansal pozisyon, mali durum ve diğer gerekli bilgilerini paylaşmakla şirket hakkında önemli kararlar almaları konusunda hem mevcut hissedarlara hem de potansiyel yatırımcılara yardımcı olmaktadır. Şeffaflık ilkesi, birincil ve ikincil piyasaların istikrarına da büyük katkı sağlamakta (Sönmez, 2019) ve piyasaların daha etkin hale gelmesine yardımcı olmaktadır.

Şeffaflığın olumlu ve önemli bir ilke olmasına rağmen zayıf noktaları da vardır. Örneğin, şirketin kamuya açıklanmış bilgileri sektördeki diğer rakipler tarafından kullanılabilir ve bazen sektördeki yeni şirketler rekabetin temelini oluşturmak için diğer şirketlerin açıkladığı bilgileri kullanırlar. Bu da piyasa rekabetini olumsuz etkilemektedir. Daha sonra, bu ilke, şirket paydaşlarının bilme hakkı ile işletmenin saklama hakkı arasında bir denge görevini yapmalıdır. Bu nedenle şirketler kamuoyuna bilgi verirken bu faktörleri dengelemek zorunda kalmaktadır (Sağlam 2018; Sönmez, 2019).

Bu bağlamda, 1990'lı ve 2000'li yıllarda yaşanan kurumsal skandallar ve finansal krizler gibi kurumsal yönetime ilişkin sorunların kaynağının şeffaflık ilkesinin doğru kullanılmaması veya tam olarak uygulanmaması olduğunu belirtmekte fayda vardır (Sönmez, 2019). Şeffaflığın olmaması, kurumsal skandallara neden olan ahlaki tehlikesine yol açmaktadır. Kurumsal skandallar; muhasebe sahtekarlığı, paydaşların şirket tarafından sömürülmesi, yüksek bilgi asimetrisi ve içeriden bilgi ticaretini içermektedir. Buna, ünlü Enron, Tyco ve Lehman Brothers iflasları ve sonraki çöküşler en iyi örnek olarak gösterilebilir.

Şeffaflık ilkesi, bir şirketin paydaşlarına açıklanması gereken bilgilerin firmanın operasyonel faaliyetleri, yönetim ve ortaklık yapısı, kurumsal hedefler ve mevcut ve potansiyel yatırımcıların karar verme açısından karşılaşılabilecekleri firmaya ilişkin öngörülebilir riskler hakkında bilgileri içermesi gerektiğini ve söz konusu bilgilerin doğru, zamanında, kolay erişilebilir, düşük maliyetli, tarafsız, eksiksiz ve herkes tarafından eşit olarak erişilebilir ve anlaşılabilir şekilde kamuya açıklanması gerektiğini belirtmektedir. Diğer bir deyişle şeffaflık ilkesi, şirketlerin dönemsel performansları, finansal durumları, yönetim mekanizmaları, yatırım fırsatları ve şirkete ilişkin riskleri hakkında ilgili ve güvenilir bilgilerin kamuoyuna zamanında, tarafsız, eksiksiz olarak açıklanması ve kolay erişilebilir, düşük maliyetli ve eşit erişilebilir bir şekilde sunulması olarak tanımlanabilir (Günel, 2018).

Şeffaflık sadece şirket düzeyinde değil, aynı zamanda piyasa katılımcılarını bir şirketten diğerine veya bir ülkeden diğerine göre ayırt ederek gerekli bilgileri sağlamak ve her birine ilişkin riskleri anlamak açısından sermaye piyasasında da gereklidir (Eryazgan, 2019). Şeffaflık ilkesi, sermaye piyasalarında tüm katılımcıları bilgilendirmeyi ve aydınlatmayı amaçlamaktadır. Bu nedenle, tüm piyasa katılımcılarının farklı bilgilere sahip olmaması, diğer bir deyişle asimetrik bilgi olmaması gerekir. Bilgi asimetrisi piyasaları verimsiz hale getirmektedir. Bu nedenle piyasanın etkinliğinin artırılması için asimetrik bilginin ortadan kaldırılması gerekmektedir. Bunun sağlanabilmesi için piyasa katılımcılarına yeterli ve eksiksiz bilgilerin sağlanması, böylece piyasanın kurumsal kontrol açısından etkinliğinin artırılması gerekmektedir (Yeğin, 2016).

1.2.3 Hesap verebilirlik

Hesap verebilirlik '*Accountability*' olan ilkesi, tüm paydaşlar, özellikle de şirketlerin hissedarları ve şirketin günlük yönetiminden sorumlu kişiler üzerinde uygulanmalıdır. Hesap verebilirlik, üst yönetimin ve yönetim kurulunun elindeki mevcut yetkinin kullanılması, devredilen yetkinin aşılması ve kuralların ihlali ile ilgilenen ilkedir. Hesap verebilirlik ilkesinin hedefi, şirketlere, şirkete sağlanan fonların yönetim tarafından nasıl kullanıldığını izlemek ve şirketlere denetleme hakkı vermektir. Ancak yönetim kurulunun denetleme işlevi, pay sahiplerinin haklarını bireysel olarak aramak yerine, hesap verebilirlik ilkesini kullanarak tüm pay sahiplerinin haklarının korunmasını sağlamalıdır. Bu ilkenin iyi uygulanabilmesi için görev, sorumluluk, mülkiyet dağılımı

ve yönetim yapısının net bir şekilde tanımlanması gerekmektedir. Hesap verebilirlik ilkesinin iyi uygulanabilmesi için şirketin hem iç denetim hem de iç kontrol sisteminin güçlü ve etkin olması, bağımsız denetim mekanizmalarının da etkin ve verimli çalışması gerekmektedir (Yeğin, 2016; Boyacıoğlu, 2017).

Hesap verebilirlik sadece pay sahiplerine değil, şirketle bağ ve ilişkileri bulunan tüm ilgili taraflara yöneliktir. Şirketin yönetimi, alacaklıların, yatırımcıların ve diğer kilit paydaşların şirkete güven duyması için gözden geçirilmelidir. Hesap verebilirlik ilkesi, yokluğunda ahlaki tehlikesi ve kurumsal skandallar yaratan şeffaflık ilkesi gibidir. 2000'li yıllarda Enron, Tyco, WorldCom, Lehman Brothers gibi büyük şirketlerin iflaslarının ortak nedeni, yöneticilerin şirket hedeflerini dikkate almadan kendi çıkarları doğrultusunda ve en üst düzeyde kararlar alması ve aynı zamanda hesap verebilirlik ilkesinin ihlal edilmesi, yönetim kurullarının şirket kararları üzerinde etkin bir denetim veya değerlendirme yapmamasıydı. Dolayısıyla ahlaki tehlikesi, bu firmalarda hesap verebilirlik eksikliğinden kaynaklanmaktadır (Eryazgan, 2019).

Hesap verebilirlik ilkesi, yönetim kurulunun şirketin faaliyetleri konusunda pay sahiplerine karşı sorumlu olmasını gerektirmektedir. Benzer şekilde, üst düzey yöneticilerin de yönetim kuruluna ve dolayısıyla şirketin hissedarlarına karşı sorumlu olmaları gerekmektedir. Şirketin yönetim kurulu, yıllık genel kurul toplantısı, iç kontrol, iç denetim ve bağımsız denetim gibi kontrol unsurları, hesap verebilirlik ilkesinin vazgeçilmez araçlarıdır. Böylece yönetim kurulunun yönetim performansını tarafsız, gerçekçi ve bağımsız olarak değerlendirebilmesi için şirket yöneticilerinin pay sahiplerine hesap verebilir olmasına yönelik zorunlu kontrol sistemlerinin kurulması ve mevzuata uygunluklarının uygulanması ve izlenmesi gerekmektedir (Guenel, 2018; Levent, 2018).

Nitekim hesap verebilirlik ilkesinin şeffaflık ilkesiyle yakından ilişkili bir kavram olduğu söylenebilir. Ancak hesap verebilirlik, sadece şeffaflık ilkesinin değil, hem şeffaflık hem de sorumluluk ilkesi ile iç içe girilmektedir. Şeffaflık ilkesi, bilgilerin doğru bir şekilde kamuoyuna açıklanması üzerinde odaklanırken, sorumluluk ilkesi, bilgiyi kullanmaya yetkili olanların kontrolünü ve bilgiyi vermesi gerekenlerin yargılanmasını da kapsamaktadır (Demirbaş ve Uyar, 2006; Eryazgan, 2019).

1.2.4 Sorumluluk

Sorumluluk olan '*Responsibility*' ilkesinin literatürde iki tür tanımı vardır; Dar ve Geniş tanımlar. Dar tanımda sorumluluk ilkesi, bir şirketin yönetiminin tüm faaliyetlerinin mevzuata, yönetmeliklere, tüzüğe, esas sözleşmeye, şirket politikalarına uygunluğunu ve tüm uyum sürecinin denetlenmesini ifade etmektedir (OECD, 1999). Diğer bir ifade ile sorumluluk, şirketin tüzüğü olarak kabul edilen şirketin sözleşme bağına aykırı hareket etmekten, ana sözleşmede belirtilmeyen faaliyetlerde bulunmaktan ve şirket tarafından ana sözleşmede yer almayan yetkileri kullanmaktan kaçınmaktır. Sorumluluk, dar tanımda şirketin iç ortamına odaklanırken, geniş tanımda, şirketin hem iç hem de dış çevresini kapsamaktadır. Diğer üç ilke gibi sorumluluk ilkesi de pay sahiplerinin menfaatleri başta olmak üzere tüm menfaat sahiplerinin menfaatleri gözetilerek alınmalıdır (Levent, 2018). Sorumluluk ilkesi, şirketlerin kendi hissedarları için katma değer yaratırken toplumsal değerleri yansıtan yasa, mevzuat ve düzenlemelere uyarak faaliyetlerini sürdürmeleri gerektiğini açıklamaktadır (Güçlü, 2010). Bu nedenle sorumluluk ilkesi, şirketin faaliyet gösterdiği ülkenin yürürlükteki mevzuat, yönetmelik ve kanunlarına uyma yükümlülüğünü vurgulamaktadır (Sağlam 2018).

Ayrıca sorumluluk ilkesi, yönetim kurulu tarafından şirket adına alınan kararların ve bu kararlar sonucunda yürütülen faaliyetlerin kanun, yönetmelik, tüzük, şirket tüzüğü olarak kabul edilen esas sözleşme ve şirket tarafından belirlenen kurallara uygun olarak yürütülmesini ifade etmektedir. Dolayısıyla bu ilkenin amacı, şirketin faaliyetlerinin hissedarlara ve diğer paydaşlara karşı sorumluluğunu ve toplumsal değerlere ve yasalara uygunluğu dikkate alarak doğru hedefleri belirlemek ve bu hedeflere ulaşmak için oluşturulan değerleri uygulamaktır (Sönmez, 2019).

Sorumluluğun diğer tarafı ise şirket personelinin eğitimi ve yetiştirilmesi, insan haklarının korunması, şirketin faaliyet gösterdiği çevrenin korunması, gelecek nesillere sunulması gereken fırsatlar ve benzerleri gibi şirketin sosyal sorumlulukların sağlaması gerektiği ifade etmektedir. Sorumluluk, hesap verebilirlik ve şeffaflık ilkeleri birbirini destekleyen ve tamamlayan kurumsal yönetim ilkeleridir (Günel, 2018; Eryazgan, 2019).

1.3 KURUMSAL YÖNETİM TEORİLERİ

Kurumsal yönetim, bir şirkette meydana gelen hem organize hem de kendiliğinden oluşan işlemlerden kaynaklanabilecek sorunları azaltmak veya ortadan kaldırmak için yönetim, hissedarlar ve diğer ilgili paydaşlar arasında iyi ve etkin bir ilişkinin sürdürülmesini ifade etmektedir. Bu sorunları ortadan kaldırmak için Berle ve Means (1932), Ross (1973), Jensen ve Meckling (1976), Pfeffer ve Salancik (1978), Fama (1980), Edward Freeman (1984) ve diğerleri, kurumsal yönetim üzerine yapılan birçok çalışmada birçok teori oluşturmuş ve ortaya atmışlardır. Sonuç olarak, literatürde kurumsal yönetimin teorik çerçevesine bakıldığında, finans, yönetim, kaynak tahsisi vb. gibi çeşitli perspektiflerden sunulan çeşitli teoriler bulunmaktadır. Ana kurumsal yönetim teorileri aşağıdakileri kapsamaktadır:

1.3.1 Vekâlet Teorisi (*Agency Theory*)

Berle ve Means'e (1932) göre, çağımızdaki şirketlerin giderek büyümesi, şirketlerin birincil kaynak mülkiyetinin ve kontrolünün ayrılmasına neden olmaktadır. Şirketler büyüdükçe, sahiplik yapısı da genişlemelidir. Böylece, mevcut ve potansiyel hissedarlar şirkete daha fazla yatırım yaptıkça şirketin büyümesi devam etmektedir. Büyüme devam ettikçe, şirketin faaliyetlerini otomatik olarak yönetmek için profesyonellerin işe alınması şirket için zorunlu hale gelmektedir (Ogbechie, 2011).

Asil-vekil olan '*Agency relationship*' ilişkisine dayanan vekâlet ilişkisi, asil olarak adlandırılan bir kişinin, servetini, kaynaklarını veya karar verme yetkisini vekil olarak adlandırılan başka bir kişiye emanet ettiği durumları ifade etmektedir (Jensen ve Meckling, 1976). Buna göre, bir şirkette hissedarlar, şirketin sahibi oldukları için asildir, yönetim vekillerdir, yönetim kurulu ise hissedarların vekilidir. Bu durumda şirket sahipleri ile yöneticilerin farklı kişiler olması zorunludur. Buna bağlı olarak zaman zaman hissedarların çıkarları ile yöneticilerin çıkarları arasında çatışmalar ortaya çıkmaktadır. Yöneticilerin, hissedarların çıkarlarına aykırı davrandığı duruma vekalet sorunu '*Agency problem*' olarak adlandırılmıştır. Dolayısıyla vekalet sorunu, hissedarlar ve yönetim arasındaki mülkiyet ve kontrolün ayrılmasının bir sonucu olarak görülmektedir (Fama ve Jensen, 1983).

Vekâlet teorisi çerçevesinde incelenen en önemli konu vekâlet sorunudur. Asil-vekil ilişkilerinde iki tarafın menfaati birbirinden farklı olabilir. Şirketin, hissedarların çıkarları doğrultusunda değil, şirketi yönetmesi için vekâlet verilen yöneticilerin amaç ve çıkarımları doğrultusunda hareket etmesi yaygındır. Hissedarlar, yönetim adı verilen temsilcisinden şirketin kârını veya piyasa değerini maksimize etmesini beklerken, yönetimin çıkarları farklı olabilir. Bazı durumlarda, yönetime fayda sağlama ihtimali ile yöneticiler daha az çaba harçayarak ve daha fazla risk alarak şirketi daha fazla ücret alma hedefine yönlendirebilirler. Bazen de gereğinden fazla risk alarak firmanın varlığını tehlikeye sokabilmektedir (Levent, 2018).

Vekâlet sorunu olarak görülen çıkar çatışmasını en aza indirmek veya ortadan kaldırmak için pay sahipleri vekalet maliyetleri olan ‘*Agency costs*’ harcaması zorunda kalmaktadır. Vekâlet maliyetleri, yönetimin izlenmesi ve asil-vekil sözleşmelerinin müvekkilin menfaati doğrultusunda sürdürülmesini sağlamak için gerekli olan maliyetlerdir (Fama ve Jensen 1983). Diğer bir deyişle vekalet maliyetleri, hissedarların, yöneticileri kendi çıkarları doğrultusunda hareket etmekten ziyade varlıklarını maksimize etmeye teşvik etmek için katlandıkları maliyetler olarak tanımlanmaktadır. Hissedarlar şirketin izlemesi gereken temeli ve yönü belirlerken, şirketi hissedarların çıkarlarına göre yönetebilmeleri için temsilciliklere teşvik kontrol mekanizmaları sağlanmalıdır (Jensen ve Meckling, 1976). Bu mekanizmaların sağlanmasında pay sahipleri bazı maliyetlere katlanmak zorundadırlar. Bu maliyetler üçe ayrılır; Denetim maliyetini ve firma yönetiminin denetimiyle ilgili maliyetleri içeren izleme maliyetleri, ‘*monitoring costs*’ hissedarlar ve yönetim arasındaki sözleşmeye dayalı anlaşmayla ilgili maliyet olan kefalet maliyetleri (bağlama maliyetleri) ‘*bonding costs*’, ve kaçınılmaz olan vekalet sorunlarıyla ilgili maliyetler olan önlenemeyen maliyetler yani ‘*residual costs*’.

İzleme maliyetleri, hissedarlar yöneticilerin eylemlerini kontrol etmeye ve denetlemeye veya kısıtlamaya çalıştığında ortaya çıkmaktadır. Böylece, şirketin yönetim kurulu, hissedar değerini en üst düzeye çıkaran davranışı sağlamak için yönetim faaliyetlerini denetleyerek ve kontrol ederek hissedarlar adına hareket etmektedir. Bu nedenle, bir yönetim kurulun korunma/sürdürülme maliyeti aynı zamanda izleme maliyeti olarak kabul edilmektedir. Ayrıca, mali tabloların hazırlanması ve hissedarların çıkarlarıyla

uyumlu olması için üst düzey yöneticilere hisse senedi ihraç edilmesi maliyetleri de izleme maliyetleri olarak sınıflandırılmaktadır. İzleme maliyetleri ayrıca, yönetim kuruluna bağımsız bir yönetici atamayla ilgili maliyet, firmanın iş birimlerini ve yönetim hiyerarşisini yeniden yapılandırma ile ilgili maliyet gibi gereksiz ve istenmeyen yönetsel davranışları sınırlamak için yapılan harcamaları da içermektedir.

Vekâlet sözleşmesine ilişkin kefalet masrafları genellikle temsilcilik tarafından karşılanmaktadır. Vekil, faaliyetlerini sınırlayan veya kısıtlayan imzalı bir sözleşme yapabilir. Bazen bir şirketin genel müdürü veya CEO'sunun, şirket başka bir kurum veya farklı yatırımcılar tarafından satın alınmış olsa bile şirkette kalması gerekir. Bu gibi durumlarda, CEO tarafından vazgeçilen diğer potansiyel istihdam fırsatları, sözleşmeye dayalı kefalet maliyetleri olarak kabul edilmektedir. Ayrıca bazı hususlarda hissedarlar tarafından bazı sınırlamalar getirilebilir; Hissedarlar, yönetim tarafından alınan herhangi bir önemli karardan önce hissedar oyları için gereklilikler, yöneticilerin hissedar değerini maksimize etme eylemleri üzerindeki sınırlamalar vb. gibi kısıtlamalar getirebilirler. Bu kısıtlamalar aynı zamanda yöneticilerin ve direktörlerin maruz kaldığı kefalet maliyetleridir.

Önlenemeyen maliyetler, çıkarları pay sahiplerinin çıkarlarına aykırı olan vekil tarafından alınan kararlar sonucunda oluşan kaçınılmaz zararlardır. Önlenemeyen maliyetler, izleme ve sözleşme ile ilgili maliyetlerin kullanılmasına rağmen vekâlet sorunu nedeniyle oluşan maliyetlerdir.

Yönetim kurulu, yönetimin davranışını izlemek ve kontrol etmek için çaba göstermezse, uygunsuz yönetim eylemleri yoluyla hissedarların servetinde önemli kayıplara neden olmaktadır. Öte yandan, yönetim kurulu, yönetime ait her eylemin hissedarların çıkarına olmasını sağlamaya çalışırsa, vekâlet maliyetleri çok yüksek olacaktır. Bu nedenle, hissedarlar tarafından üstlenilen optimal vekalet maliyetleri dengelenmelidir. Harcanan her para miktarı hissedar servetini en az harcanan miktara kadar artırıyor ve vekâlet maliyeti olarak harcanan her 1 dolarlık harcama hissedarların değerinde en az 1 dolarlık artışa yol açıyorsa vekâlet maliyetlerinin değer yarattığı söylenebilir.

Vekâlet sorunu sadece hissedarlar ve yöneticiler arasındaki ihtilaf değil, alacaklılar ve hissedarlar arasındaki ihtilafı da kapsamaktadır. Bilindiği üzere alacaklılar, şirketin cari

varlıklarının riskine, şirketin mevcut sermaye yapısının borç ve özkaynak finansmanına ve bu iki değişkenin riskindeki değişimlere ilişkin beklentilere göre şirkete sermaye sağlamaktadır. Bu bağlamda alacaklılar, şirketin kazancının bir kısmını borç üzerinden faiz ve anapara ödemeleri şeklinde talep etmede ve ayrıca iflas durumunda şirketin varlıkları üzerinde hak talebinde bulunmada öncelik sahibidirler. Hissedarlar, yönetim kurulu ve dolayısıyla şirketin yöneticileri aracılığıyla şirketin nakit akışlarını ve ilişkili riskleri etkileyen iş kararları üzerindeki kontrolü ellerinde tutarlar. Yönetim kurulu aracılığıyla hissedarlar, şirketi alacaklıların beklediğinden daha fazla risk içeren yeni projeler üstlenmeye teşvik edebilirler. Bu artan risk, şirketin borcunun gerekli getiri oranını artırarak, ödenmemiş kredilerin veya tahvillerin değer kaybetmesine neden olmaktadır. Bu yüksek riskli proje başarılı olursa, projeden elde edilen tüm faydalar şirketin hissedarlarının yararına, çünkü borç verenlerin ve tahvil sahiplerinin getirileri orijinal düşük riskli getiride sabitlenmektedir. Öte yandan, proje başarısız olursa, şirket, zararları alacaklılar ve tahvil sahipleri ile paylaşmak zorundadır. Benzer şekilde, hissedarlar faydalı yatırım projelerini finanse etmekte isteksiz olabilirler. Mali açıdan sıkıntılı şirketlerin hissedarları, pozitif net değere sahip projeleri finanse etmek için ek fon toplamak konusunda isteksiz olabilirler, çünkü bu fonların alacaklıları, talepleri için ek teminat sağlayarak hissedarlardan daha fazla fayda sağlamaktalar.

Neo-kurumsal finans teorisinden kaynaklanan vekâlet teorisi, iktisat, hukuk ve çeşitli sosyal bilimler dahil olmak üzere çeşitli alanlardan araştırmacılar ve akademisyenler tarafından vekâlet sorununun çözümünde kurumsal yönetimin rolü açısından kapsamlı bir şekilde incelenmiştir (Owtscharov, 2007). Bu teori üzerine çalışan bilim adamları, şirketteki ana vekâlet ilişkilerinin hissedarlar ve yönetim arasında ve daha sonra alacaklılar ve hissedarlar arasında var olduğu konusunda ortak görüşe sahipler (Oso ve Semiu, 2012). Mümkün olan en düşük vekâlet maliyeti ile vekâlet sorununun azaltılmasına veya ortadan kaldırılmasına yardımcı olacak birçok araştırmacı ve akademisyen tarafından birçok öneri sunulmuştur.

Edward Freeman (1984) gibi eleştirmenlere göre, bu teori, paydaşların çıkarlarından ziyade sadece hissedarların çıkarlarını göz önünde bulundurarak hükümet düzenlemelerine saldırmaya çalışmaktadır. Onun görüşüne göre, Vekâlet Teorisi, su temizleme veya çevre kirliliği ile ilgili maliyetler gibi sosyal sorumluluk maliyetlerinin,

doğrudan daha fazla hissedar değerini hesaba katmadığı için alakasız maliyetler olduğunu savunmaktadır. Bunun nedeni, pay sahiplerinin temel kaygısının kâr ve getiri olmasıdır; dolayısıyla daha az veya sıfır kârla sonuçlanan proje veya faaliyet, hissedarlar tarafından çok değerli kabul edilir ve kabul edilebilir bir proje olarak görülmemektedir (Karaye, 2014).

1.3.2 Paydaş Teorisi (Stakeholder Theory)

Paydaş teorisinin ortaya çıkışı, yönetim kurullarının sadece hissedarların çıkarlarını değil, diğer tüm paydaşların çıkarlarını yani daha geniş bir çıkar yelpazesini dikkate alma ihtiyacından kaynaklanmaktadır. Bir şirket, yöneticileri ve diğer paydaşları ile güvene dayalı bir ilişkiye sahip olmalıdır ve bu ilişki, şirket için bir araç olarak görülmek yerine, şirketin gelecekteki yönünü belirlemek ve istenen hedeflere ulaşmak için dikkatli bir şekilde kullanılmalıdır (Freeman, 1984; Gay, 2002). Bu teori ilk olarak 1983 yılında kurumsal yönetim ve stratejik yönetim kavramları altında ele alınmıştır. Freeman ve Reed, "*Stockholders and Stakeholders: A New Perspective on Corporate Governance*" (Hissedarlar ve Paydaşlar: Kurumsal Yönetime Yeni Bir Bakış Açısı) adlı çalışmalarında kurumsal yönetimde ortodoks asil-vekil çatışmasından ziyade "paydaş" kavramını farklı bir şekilde ortaya koymuşlardır. Paydaş teorisi, bir şirketin yönetimi ile paydaşlar olarak adlandırılan diğer tüm organlar (bireyler veya gruplar) arasında açık ve zımni bir dizi karmaşık anlaşma olduğunu belirtmektedir (Sanda, Mika'ilu ve Garba, 2005).

Bu teorinin savunucuları vekâlet teorisinin varsayımlarını reddetmekle birlikte yönetim kurullarının ve hissedarların rutin olarak şirketteki hak sahipleri ile benzer çıkarlara sahip olduğu görüşünü de reddetmektedir (Ranti, 2011). Böylece yöneticiler, ilgili tarafların haklarını ve karar alma süreçlerine katılımlarını sağlamak için çalışırken, diğer yandan, şirketin hayatta kalmasını sağlamak ve her bir grubun uzun vadeli risklerini korumak için hissedarların temsilcileri olarak da hareket etmelidirler (Oso ve Semiu, 2012).

Bir şirket ile paydaşları arasında bir dizi karşılıklı ilişki vardır. Şirket, paydaşlar olmadan faaliyetlerini gerçekleştirilemez ve yürütemez. Aynı zamanda şirket, paydaşların istek ve ihtiyaçlarını karşılamak için kurulmuştur. Ek olarak, paydaşların

çıkarlarının tatmin edilmesi, şirketin performansı üzerinde olumlu bir etkiye yol açabilmektedir. Ayrıca, bu teori, yönetim ve paydaşlar arasındaki karşılıklı ilişkinin, yönetimin bencil hedefler peşinde koşmasını engelleyen bir kontrol mekanizması olduğuna inanmaktadır. Dolayısıyla, bu teori, paydaşların çıkarlarının yerine getirilmesinin şirketin finansal performansından olumlu ve önemli ölçüde etkilendiğini ifade etmektedir. (Orlitzky ve diğerleri 2003; Karaye, 2014).

Bu teorinin Giles Slinger (1998) gibi eleştirmenlerine göre, bu teori, işletmenin orijinal amacını yok etmekte, çeşitli paydaşların rekabetçi çıkarlarının doğru sıralamasında karmaşık bir kafa karışıklığı yaratmakta ve böylece çoğu zaman şirketin kendisini yargılanacağı olumsuz ölçütlerin yaratılmasına yol açmaktadır. Jensen (2001), bu teorinin, yöneticileri tek bir değerli hedefe odaklanmaktan alıkoyduğunu, şirketi birçok efendinin kölesi yapan bir zayıflık olduğunu savunmaktadır. Freeman ve diğerleri (2010) makalesinde, birçok farklı araştırmacı tarafından dile getirilen tüm farklı eleştiriler gözden geçirilmiş ve 2012 yılında Freeman tüm eleştirilere etkin bir şekilde cevap vermiştir.

1.3.3 Yönetim Sorumluluk Teorisi (Stewardship Theory)

Bu teori literatürde bazen Temsil teorisi olarak da anılmaktadır. Yönetim sorumluluğu teorisi, yönetim kurulu üyelerinin ve yöneticilerin dürüst ve güvenilir olduğunu belirtmektedir. Bu nedenle bu teori, onların ilgili tarafların çıkarları dışında herhangi bir çıkar gözetmediklerini, dürüstlükleri ve çalışkanlıklarının bir sonucu olarak tam kontrolün kendilerine verilmesi gerektiğini savunmaktadır (Donaldson, 1990; Donaldson ve Davis, 1991; Liang ve Liang ve Li, 1999; Karaye, 2014).

Yönetim sorumluluğu teorisi ile vekâlet teorisi arasındaki temel fark şudur: vekâlet teorisi, yöneticilerin, hissedarların çıkarlarını maksimize etmek yerine bazen kendi çıkarlarını tatmin etmeye çalıştıklarına inanırken, yönetim sorumluluğu teorisi, yöneticilerin her zaman etkin ve verimli bir şekilde hareket eden dürüst personel olduğunu savunmaktadır. Bu nedenle yöneticiler, sorumlu ve şirketin kaynaklarını verimli ve etkin bir şekilde kullanan iyi niyetli yetkin destekçiler olarak görülmelidir. Ayrıca, bu teori, yönetimin güvenilir olması ve yöneticilerin hissedarların çıkarlarına karşı kendi çıkarlarını gözetmemeleri sebebiyle vekâlet maliyetinin olmadığını

varsaymaktadır. Yöneticiler, hissedarlara karşı kendi çıkarları doğrultusunda hareket etmelerinin itibarlarına zarar vereceğini varsaymaktalar (Kiel ve Nicholson, 2003).

Bu teori, kurumsal hedefin yerine getirilmesinin yönetime yüksek memnuniyet verdiğini öne sürmektedir (Ranti, 2011). Bu teorinin konseptine göre, paydaşların çıkarları doğrultusunda yöneticilerin ortak kurumsal davranışlarından elde edilen faydalar, bireysel çıkar davranışlarından elde edilen faydalardan daha üstündür (Ogbechie, 2012). Buna göre teori, bir şirketin CEO'sunun aynı zamanda yönetim kurulu başkanı olması durumunda, şirketin daha etkin bir şekilde yönetileceğini savunmaktadır.

Sundara-Murthy ve Lewis'e (2003) göre, bu teori ne ekonomik ne de finansal niteliktedir, aksine finansal kaynakların ve diğer kaynakların yanlış yönetimine dayanan olan psikolojik ve sosyolojik nitelikte olduğunu söylemişlerdir.

1.3.4 Kaynak Bağımlılığı Teorisi (Resource Dependence Theory)

Bu teorinin savunucuları, bir şirketin varlığının ve hayatta kalma eğiliminin, ihtiyaç duyduğu önemli kaynakları çevreden elde etme yeteneğine bağlı olduğunu savunmaktadır (Pfeffer ve Salancik, 1978). Bu teori ilk olarak 1967'de Thompson tarafından ortaya atılmış olsa da teori ile ilgili daha ayrıntılı bir çalışma sunan Pfeffer ve Salancik (1978) tarafından geliştirilmiştir.

Kaynak Bağımlılığı Teorisi, şirketlerin refahları için ihtiyaç duydukları kaynakları sağlayarak, etrafındaki iş ortamının kontrolünü sürdürmeye çalıştığına inanmaktadır. Bu nedenle teori, zengin, çevrede statü sahibi, sosyal ilişkiye sahip ve kaynak artırmada şirkete fayda sağlayacak diğer önemli özelliklere sahip yönetici ve yönetim kurulu üyelerinin istihdam edilmesini savunmaktadır. Şirket, ihtiyaç duyduğu kaynakları elde etmek için iş ve kişisel bağlantılarını, bilgi ve deneyimlerini kullanacakları beklentisiyle yöneticileri işe almaktadır. Teori ayrıca, yöneticilerin sosyal bağlantılarının, iş bağlantılarının, sosyal statülerinin, uzmanlıklarının ve deneyimlerinin bir şirketin finansal performansının yanı sıra hissedarların getirisini de artırdığını öne sürmektedir (Pfeffer ve Salancik, 1978; Ogbechie, 2006).

Bu nedenle kaynak bağımlılığı teorisi aynı zamanda sosyolojik ve yönetim araştırmalarının bir sonucu olarak görölmektedir. Bu teori, yönetim kurulunun, şirketin performansını maksimize etmek için şirketi ihtiyaç duyduğu kaynaklara bağlayan önemli bir köprü olduğunu savunmaktadır (Kiel ve Nicholson, 2003).

Bu teoriye yöneltlen eleştirilerden biri de hissedarlar başta olmak üzere tüm menfaat sahiplerinin ihmal edilmesi ve teorinin sadece yönetim kurulu ile şirket arasındaki ilişkiye odaklanmasıdır. Teori ile ilgili yapılan bir diğer eleştiri ise ampirik sonuçların araştırmacının hipotezine bağlı olarak yorumlanabilmesidir. Ampirik sonuçlar, çalışmanın kaynak bağımlılığı teorisine mi yoksa sınıflandırılmış teoriye mi dayandığına bağlı olarak iki farklı teorik yorum için kullanılabilir (Kiel ve Nicholson, 2003).

1.3.5 İşlem Maliyetleri Teorisi (Transaction Costs Theory)

İşlem maliyetleri teorisi, şirketi bir yönetim yapısı olarak ele alarak maliyetini en aza indirecek çeşitli işlemleri yönetmek amacıyla ortaya çıkmış bir teoridir. İşlem maliyetleri teorisi, şirketin genel maliyetine, özellikle vekâlet maliyetine odaklanan başka bir teoridir. Bu teoriye göre, şirketin temsilciyi izlemesi ve dolayısıyla yönetimi ilgili taraflar adına kontrol etmek için bazı maliyetler harcaması kaçınılmazdır. İşlem maliyetleri teorisi, şirketlerin ürettikleri mal ve hizmetlere ilişkin her gün harcadığı işlem maliyetlerinin mümkün olan en düşük maliyet olduğu varsayımına dayanmaktadır. İşlem maliyetlerinin yüksek olması, kaynakların, şirketlerin yönetimi tarafından verimsiz ve etkin kullanılmamasını ifade etmektedir (Günel, 2018).

İşlem maliyeti kavramı ilk olarak Ronald Coase tarafından "Şirketin Doğası" (*The Nature of the Firm*) adlı çalışmasında ifade etmiştir. Bu teori, şirketlerin büyük ve karmaşık yapılara sahip olmaları nedeniyle hem dahili hem de harici olarak çeşitli ilgili maliyetler üstlendiklerini belirtmektedir. Bu nedenle, dahili olarak ilgili satın almalar ve satılan malların maliyeti gibi mal ve hizmetlerle ilişkili maliyetler, 'değişim maliyetleri' olarak nitelendirilebilir. Coase (1937), şirketlerin temel amacının işlem maliyetlerini azaltmak ve kârı maksimize etmek olduğunu vurgulamıştır. Bu nedenle teori şunu ileri sürmüştür; Aslında bir şirketin temel amacının kârı maksimize etmek olduğu doğrudur,

ancak bunu yapabilmek için işlem maliyetini mümkün olduğunca minimuma indirmek gerekmekte, bu nedenle bu iki amacın birbirini tamamladığı söylenebilir.

İşlem maliyetleri teorisi, en önemli kurumsal yönetim teorilerinden biridir. Bu teori, bir şirketin ekonomik, insani ve davranışsal faktörleri dikkate alarak ve azaltabileceği işlem maliyetinin minimum seviyesini göz önünde bulundurarak kurumsal yönetim yapılarını oluşturması gerektiğidir. Bu teoriye göre, kâr maksimizasyonu veya maliyet düşürme için önerilen çözüm, her şirket için farklıdır, dolayısıyla 'herkese uyan tek bir çözüm' yoktur. İşlem maliyetleri teorisi, optimal verimliliğin sınırlı rasyonellik koşulları altında elde edildiğini belirtmektedir. Bu teori, bilgi asimetrisini azaltmak için bir şirketin gerekli kontrol yapılarının kurulmasını ve kamuyu aydınlatmayı sağlayan ve şeffaflığı artıran gerekli mekanizmaların oluşturulmasını önermektedir (Levent, 2018).

1.4 KURUMSAL YÖNETİM MODELLERİ

Tüm ülkeler için uyumlu olan mevcut bir kurumsal yönetim modeli bulunmamaktadır. Çeşitli kültürel farklılıklar, tarihsel farklılıklar, yasal düzenlemeler, finansal sistem, düzenlemeler, işgücünün temsil edilebilirliği, piyasalar arasındaki farklılıklar, sendika hakları, rekabet koşulları, firmalar arası ilişkiler, mülk sahipliği, finansal gelişme, iş koşullu ve diğer ekonomik etkileyen faktörler bir ülkeden diğerine farklılık göstermektedir. Dolayısıyla ülkelere göre değişiklik gösteren farklı bir kurumsal yönetim sisteminin olması mümkündür. Literatürde bu sistemler iki ana model çerçevesinde sınıflandırılmaktadır; Anglo-Sakson ve Avrupa-Asya modeli. İngiltere, Amerika, Kanada ve Avustralya Anglo-Sakson modelinin, Fransa, Almanya, İsviçre ve Japonya ise Avrupa-Asya modelinin ana uygulayıcılarıdır.

Bunun dışında, bazı çalışmalarda kurumsal yönetim modellerini sınıflandırmak için 'dışarıdan' ve 'içeriden' modeller kullanılmaktadır ki bu da diğer bir yaklaşımdır. Anglo-Sakson modeli dışarıdan sistem olarak kabul edilirken, Avrupa-Asya modeli içeriden model olarak kabul edilmektedir (Yeğen, 2016). Ancak bu iki modelin başarısı, onları dünyanın tüm kıtalarında en çok kullanılan iki model haline getirdi. Öte yandan, ülkeler ve ülkelerin kültürel ve ekonomik ortamları, küreselleşmenin bir sonucu olarak yıllar içinde giderek daha uyumlu hale gelmiştir. Bununla birlikte, kurumsal yönetime giderek çalışmalar ülkelerin benzer kurallara göre hareket ettiğini tespit etmiştir (Yeğen, 2016).

Bu iki önemli model arasındaki en önemli fark, menfaat sahibine nasıl davranıldığı ve şirketin faaliyetlerinden en çok hangi menfaat sahibi grubunun yararlandığıdır. Anglo-Sakson modelinde temel amaç hissedarlar için değeri maksimize etmek iken, Avrupa-Asya modeli tüm paydaşlara odaklanan modeldir. Bu nedenle bazı çalışmalarda Anglo-Sakson modeli bazen "hissedar modeli", Avrupa-Asya modeli ise "paydaş modeli" olarak adlandırılmaktadır. Diğer bir deyişle, Anglo-Sakson modelin ana odak noktası hissedar değerindeki en yüksek artışın olması ve ABD ve Birleşik Krallık gibi kapitalist ülkelerden kaynaklanması nedeniyle hissedar modeli olarak adlandırılmaktadır. Öte yandan, Avrupa Birliği ülkelerinin çoğunda, bir şirketin karar alma süreçlerine, hissedarların çıkarlarının yanı sıra diğer paydaşların çıkarlarının da tanınarak dahil edilmesi gerektiği kabul edilmektedir. Avrupa-Asya modeli ayrıca tüm ilgili tarafların çeşitli gruplarının çeşitli çıkarları arasında bir uzlaşma noktası olması gerektiğini ileri sürmüştür (Turnacıgil, 2018).

1.4.1 Anglo-Sakson Modeli

Anglo-Sakson modeli, Kanada, Avustralya, İngiltere, Amerika Birleşik Devletleri vb. sermaye piyasaları oldukça gelişmiş ülkelerde kullanılan bir modeldir (Weimer ve Pape, 1999). Bu model, genellikle Ortak Hukuk denilen ülkelerde hakim olan gelenektir. Bu hukuk sistemine sahip ülkelerde yönetim kurullarının, hissedarlarının çıkarlarını korumasını ve refahlarını maksimize etmesini gerektiren hukuk kuralları bulunmaktadır (Yeğen, 2016; Levent, 2018). Bu ülkelerde sermaye piyasaları geliştirilmekte ve bunların büyük bir kısmı ülkelerin ekonomisine taşınmaktadır. La porta ve diğerleri (1998) kırk dokuz ülke üzerine araştırma yapmış ve Anglo-Sakson modelini uygulayan ülkelerde hissedarların hakları daha iyi korunduğunu vurgulamışlardır.

Anglo-Sakson modelinde şirket yönetimi ile hissedarları arasındaki ilişkinin önemi açıkça vurgulanmaktadır. Bu modelde bir şirket, icracı, icracı olmayan ve bağımsız yöneticilerden oluşan tek bir yönetim kuruluna sahiptir. Bu modelin uygulanan ülkelerinde genellikle şirketlerin konsantre mülkiyet yapısı olmadığı, dağınık mülkiyet yapısı olmak üzere çok sayıda hissedar bulunabilmektedir. Anglo-Sakson modelinin kullanıldığı Ortak Hukuk ülkelerinde piyasalar daha likit olup hisse sentleri hızla el değiştirebilmektedir. Bu bağlamda, dağınık ortaklık yapısı nedeniyle azınlık hissedarlarının korunmasına yönelik kuralların getirilmesi, pay sahiplerinin

bilgilendirilmesi ve bilgilendirme ve şeffaflık da dahil olmak üzere kurumsal yönetimin temel ilkelerine özel önem verilmesi büyük önem taşımaktadır (Levent, 2018).

Anglo-Sakson modelinde üst düzey yöneticilere ödenen performansa dayalı ödül sistemi çok yaygındır. Bu modelin bir diğer özelliği de şirket devralmalarına izin veren aktif dış kontrol mekanizmalarının olmasıdır. Bu mekanizmaya 'düşmanca devralma' (hostile takeover) denir. Sermaye piyasası aracılığıyla, performans göstermeyen şirketler kolaylıkla ele geçirilebilir ve yönetimleri kontrol edilebilir. Anglo-Sakson ülkelerinde bu mekanizma, etkisiz şirketleri disipline etmek ve başarısız yönetimi etkin olanlarla değiştirmek için kullanılmaktadır (Levent, 2018).

Anglo-Sakson modelini uygulayan ülkelerde hissedarlar, yönetim kurulu aracılığıyla yönetimi kontrol etmekte ve denetler, CEO ise genel kurulda seçilmektedir. Hissedarlar, temettü almak ve şirketin çalışma şekliyle ilgili temel kuralları değiştirmek gibi bazı stratejik kararlarda söz hakkına sahiptirler. Bu model temel olarak şirketlerin üst yönetimi ile hissedarlar arasındaki ilişkilere dayanmaktadır. Hissedarlar tarafından temsilci olarak seçilen şirketin yönetim kurulu, yönetimin işleyişini denetlemekle bunun kendi menfaatine değil, hissedarların talep ve beklentilerine uygun olmasını sağlamaktan sorumludur. Dolayısıyla Anglo-Sakson modelinin en önemli sorunu vekâlet maliyetleridir (Günel, 2018; Turnacıgil, 2018).

Ayrıca Anglo-Sakson modelinin uygulandığı Ortak Hukuk ülkelerinde menkul kıymetler borsaları daha gelişmiş olduğundan şirketler sermaye artırmak için kısa vadeli banka finansmanı yerine uzun vadeli hisse senedi ihraçlarını tercih etmektedir (Yeğen, 2016).

1.4.2 Avrupa-Asya Modeli

Avrupa-Asya modelini kullanan ülkelerde Anglo-Sakson modelinden farklı olarak şirketler için finansman bireysel yatırımcılardan ziyade genellikle bankalar tarafından sağlanmaktadır. Avrupa-Asya modelinde holding şirketleri, bankalar ve aileler genellikle şirketleri finanse edip şirketin ortakları ve hissedarları olurlar. Bu model esas olarak Medeni Hukuk ülkelerinde kullanılmaktadır. Bu ülkelerde, şirketlerin mülkiyet sahiplik oranı oldukça konsantre olup dağınmık mülkiyet sahiplik nadiren bulunmaktadır. Bu model, karar alırken başta hissedarlar olmak üzere tüm ilgili tarafların çıkarlarını

göz önünde bulundurmaktadır. Bu modelde paydaşlar, iç ve dış paydaşlar olmak üzere iki gruba ayrılır. İç paydaşlara, başta hissedarlar olmak üzere şirketin yönetici ve çalışanları dahildir. Öte yandan, şirketin dış paydaşları arasında müşteriler, alacaklılar, tedarikçiler, sendikalar, analistler, hükümet, medya ve çevre yer almaktadır. Bu model tüm bu paydaşların çıkarlarını dengelemeye çalışmaktadır (Yeğen, 2016).

Avrupa-Asya modeli başta Fransa, Almanya, Hollanda, İsviçre ve Japonya olmak üzere genel olarak Avrupa'da ve bazı Asya ülkelerinde kabul edilen ve kullanılan modeldir. Bu modelde şirketler genellikle bir holding şirketi, bir aile, başka bir kurum ve bankalar gibi büyük yatırımcılar tarafından finanse edilmektedir. Dolayısıyla büyük yatırımcılar ve bankalar bu modelde önemli bir yer tutmaktadır. Bu bankalar, tipik normal yatırımcılar gibi şirketlerle ortaklıklar kurabilir ve onlara öz kaynak sağlayabilirler. Öte yandan, çoğu işletme büyük bir aile veya aile grubu tarafından kurulmakta ve yönetilmektedir. Ancak aile işletmelerinde kurumsal yönetimin iyi uygulanabilmesi için iç denetim mekanizmalarının doğru bir şekilde kullanması gerekmektedir (yeğen, 2016).

Avrupa-Asya modelinde ortaya çıkan kurumsal yönetim sorunları arasında mülkiyet ve kontrol, azınlık hissedarlarının korunması, bilgi asimetrisi, şeffaflık eksikliği ve gücün kötüye kullanılması ile ilgili sorunlar yer almaktadır. . Bu modeli Anglo-Sakson modeli hissedarların tatmini aksine, hissedarların memnuniyetine değil, şirketin iyiliği için gerekli olan uzun vadeli stratejilerin gerçekleştirilmesine odaklanmaktadır. Dolayısıyla bu modelde, hissedarların yanı sıra şirket için uzun vadeli değer yaratan diğer tüm paydaşların katkılarının da dikkate alınması gerekmektedir (Şener ve Karaye 2015; Günel, 2018).

Anglo-Sakson modelinden farklı olarak bu model, Almanya ve Japonya'da yaygın olduğu gibi denetleme kurulu ve yürütme kurulu olmak üzere iki katmanlı bir yapıya sahiptir. En üst organ olan denetim kurulu üyelerinin yarısı pay sahipleri tarafından seçilmektedir. Diğer yarısı ise paydaşlar tarafından seçilmektedir. En üst organ olan Denetim Kurulu'nun görevi, şirketin yönetimini kontrol etmektir. Yürütme kurulu ise şirketin günlük işlerini yürüten CEO ve çalışan temsilcilerinden oluşmaktadır (Turnacıgil, 2018).

İKİNCİ BÖLÜM

AFRİKA'DA KURUMSAL YÖNETİM

2.1 BÖLÜM GİRİŞ

On yıllar öncesinde, özellikle 1990'ların başlarında, Birleşik Krallık (İngiltere), Amerika Birleşik Devletleri (ABD), Japonya ve Almanya, dünyadaki en iyi kurumsal yönetim sistemlerine sahip ülkeler olarak kabul edilmekteydi (Motshegwa, Mooketsane ve Bodilenyane, 2017). Bu dönemde geleneksel kurumsal yönetim kavramı, daha çok hissedarlar ve yöneticiler arasındaki çıkar çatışmalarının çözümüne ve şirketlerin etkin yönetimine odaklanmıştı. Fakat kurumsal skandalların tetiklediği finansal krizler ve yüksek profilli şirketlerin çöküşü, kurumsal yönetimin şeffaflık, hesap verebilirlik, adalet ve sürdürülebilirliğe yönelik odağını yeniledi ve güçlendirdi (Ferrero-Ferrero ve diğerleri 2014). Sonuç olarak, günümüzde birçok ülke kurumsal yönetimin en iyi uygulama kodlarını geliştirmiştir çünkü kurumsal yönetimin izleme ve ilişkilendirme maliyetlerini (bonding cost) azalttığına ve hissedarların şirketin geleceğine yönelik güvenini artırdığına inanılmaktadır (Jensen ve Meckling, 1976; Ntim ve diğerleri, 2011). Bu bölümde, önce Afrika'da kurumsal yönetimin önemi, ardından ise Ortak Hukuk ve Medeni Hukuk ülkeleri arasındaki farklar ele alınmaktadır. Ayrıca Afrika'daki kurumsal yönetim kodlarının ve düzenlemelerinin kaynakları da ele alınmakta, her bir Ortak Hukuk ülkesindeki kurumsal yönetimin düzenleyici ortamı ve finansal performans kısaca açıklanmaktadır. Bunları takiben araştırmanın tartışma kısmı ve son olarak araştırmanın hipotezleri verilmiştir.

2.2 AFRİKA'DA KURUMSAL YÖNETİMİN ÖNEMİ

Günümüzde gelişmekte olan ülkeler, yüksek ekonomik büyüme potansiyelleri nedeniyle küresel ekonomide önemli bir rol oynamaktadır. Bu ülkelerde, iyi kurumsal yönetim uygulamaları, herhangi bir ekonominin sürdürülebilir büyümesi için gerekli temel unsurlardır (Ferrero-Ferrero ve diğerleri, 2014). Son yirmi yılda, Afrika'da hem akademik alanda hem de yerel hükümette, endüstriyel düzeyde, siyasete yön verenler ve profesyoneller arasında uluslararası düzeyde olmakla kurumsal yönetime artan bir

oluşunu görmektedir. Afrika'yla ilgili daha önce yapılan çalışmalar, iyi kurumsal yönetimin yüksek kurumsal sorumluluk ilişkili olduğunu ve hem potansiyel yerel hem de yabancı yatırımcıları çekmeye yardımcı olup şirketlerin itibarını arttırdığını öne koymuştur (Rossouw, 2005). İyi kurumsal yönetim, yolsuzluk uygulamalarını ve etik olmayan iş uygulamalarını da sınırlaya ve engelleyebilmektedir. Son zamanlarda, Afrika'da iyi kurumsal yönetimi geliştirmek için aşağıdakileri içeren birçok reform uygulamaya konuldu bunlar; Çoğu ülke tarafından en iyi uygulamaların kurumsal yönetim kodlarının oluşturulması ve revize edilmesi, yeni borsaların kurulması ve Nijerya Menkul Kıymetler Borsası, Johannesburg Menkul Kıymetler Borsası, Mısır Menkul Kıymetler Borsası ve benzeri borsalarda kurumsal yönetim ve çevre sürdürülebilirlik endekslerinin (ESG) oluşturulması kapsamaktadır. Bu nedenle, son yıllarda Afrika genelinde borsaların büyümesi ve gelişimi hızla artmaktadır.

Küreselleşme ve finansal piyasaların küresel entegrasyonu, Afrika ülkelerinin ekonomi politığındeki değişimlerin, sağlam kurumsal yönetim ihtiyacı ile kurumsal kontrol için piyasanın yolunu açmasının başlıca nedenlerinden biridir (Claessens ve Yurtoğlu, 2013; Shikaputo, Burton ve Dunne, 2017). Dolayısıyla, kurumsal yönetim reformu, Afrika'daki ülkelerin önemli politikalarından bir olmaktadır (Munisi ve Randoy, 2013). Genel olarak Afrika, uluslararası yatırımcılar tarafından yüksek riskli bir kıta olarak algılanmaktadır. Afrika ülkelerinin genellikle mülkiyet haklarına ilişkin zayıf kurumsal ortam, zayıf ve yozlaşmış yargı sistemi, makro ekonomik istikrarsızlıklar, ticaret kısıtlamaları, ekonomik faaliyetlerin yüksek devlet düzenlemesi ve yaygın yolsuzluk özellikleriyle öne çıktığına inanılmaktadır (Armstrong, 2003; Okeahalam ve Akinboade, 2003). Bu sorunlar sermaye akışını birçok yönden daha karmaşık hale getirdi. Bununla birlikte, bu ürkütücü imajı değiştirmek için iyi kurumsal yönetimin geliştirilmesi ihtiyacının kaçınılmaz olduğu aşıkardır. Afrikalı şirketler, kurumsal itibarı geliştirmek, paydaşlara olan güveni artırmak, işlem maliyetlerini ve sermaye maliyetini azaltmak, deneyim ve nitelikli işgücünü çekmek ve ahlaki tehlike ve ters seçim etkisi ile ilişkili maliyetleri azaltmak için iyi kurumsal yönetimin benimsenmesinin gerekli olduğunu kabul etmektedir (Ferrero- Ferrero ve diğerleri 2014). Bu nedenle, daha yüksek hesap verebilirlik standartlarının oluşturulması yoluyla yolsuzluk ve şirket skandallarının azaltılması, ekonominin iyileştirilmesi ve yabancı yatırımın çekilmesi

Afrika'da kurumsal yönetimi iyileştirmenin başlıca itici güçleridir (Shikaputo ve diğerleri, 2017).

Afrika'nın ekonomisi için yabancı yatırımın çekilmesi çok önemlidir; Dolayısıyla, iyi kurumsal yönetimin uygulanması, potansiyel yatırımcıların ilgisini çekmek açısından oldukça önem arz etmektedir. Piyasa, daha iyi kurumsal yönetime sahip şirketleri ödüllendirmektedir. İyi kurumsal yönetim önlemleri uygulayan şirketlerdeki yatırımcılar, iyi kurumsal yönetimin kârlılığı artıracığı ve yöneticilerin kamulaştırma eğilimlerini ortadan kaldıracığı varsayımıyla şirketin hisse fiyatlarını yükseltmektedir (La Porta ve diğerleri, 2002). 1990'ların başından 2003'e kadar, gelişmekte olan ülkeler, 1995'te 17,3 milyar dolar olan net yabancı portföy sermaye yatırımının 2003'te yaklaşık 26,8 milyar dolara fırladığına görülmektedir (Mangena ve Tauringana, 2006). Bu nedenle, özelleştirme ve piyasaya dayalı yatırım, çoğu Afrika ülkesi için eskisinden çok daha önemli hale gelmektedir ve bunun ele alınmasının yol iyi bir kurumsal yönetim uygulamasıdır. Aynı zamanda, finansal piyasaların serbestleştirilmesi, yeni piyasaların kurulması, Afrika'nın birçok gelişmekte olan ve gelişen ülkeleri tarafından uygulanan kurumsal kontrol piyasası ve fiyat deregülasyonu gibi yapısal reformlar ile şirketler piyasa güçleri risklerine daha fazla maruz kalmakta ve sermayenin tahsisi, çok çeşitli yatırım seçenekleri nedeniyle daha karmaşık hale gelmektedir (Claessens ve Yurtoğlu, 2013).

Buna rağmen, birçok Afrika ülkesinde kurumsal yönetim reformları, özellikle siyasi yeniden yapılandırma ve dönüşümle ilgili olanlar istenmeden kabul edilmiştir (Shikaputo ve diğerleri, 2017). Dolayısıyla, kurumsal yönetim önemli düzeyde hesap verebilirlik ve şeffaflık gerektirirken, bu tür değişiklikler iyi bir yasal çerçevenin desteğini gerektirir. Ve bir ülkedeki yasal ve adli sistemler, o ülkedeki kurumsal yönetimin başarısı açısından oldukça önem taşımaktadır. Yasal çerçeve şunları içerir; ülkedeki hukuk sistemi, mülkiyet haklarının korunması, hissedarların haklarının korunması, alacaklıların haklarının korunması, yolsuzluğa karşı yasal duruş ve ilgili finansal ve finansal olmayan bilgilerin doğru ve adil şeffaf bir şekilde açıklanmasına ilişkin yasalar (Claessens, 2006). Bir ülkenin etkin kurumsal yönetim uygulaması, o ülkenin genel yasal ve kurumsal çerçevesi ile belirlenmektedir (Claessens ve Yurtoğlu, 2013). Bir ülkenin yasal dayanağı, yasal ve düzenleyici çerçevelerinin kalitesini

etkilemektedir (La Porta ve diğeri, 1997). Aynı zamanda, bir şirketin seçtiği kurumsal yönetim modeli, şirketin faaliyet gösterdiği ülke ve o ülkedeki hukuk sisteminden tamamen etkilenir (La Porta, et al. 1997). Bununla birlikte, Afrika'daki kurumsal yönetim düzenlemelerinin çoğu, İngiltere, ABD ve OECD'den (Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü) ödünç alınmış veya temin edilmiştir. Fakat Afrika ülkelerinin çoğu, Birleşik Krallık, ABD ve OECD ülkeleri ile karşılaştırıldığında bu ülkeler düşük piyasa değeri, kolay ticarete izin veren teknoloji sahip olmadığı, düşük likidite, konsantre mülkiyet yapısı ile az sayıda borsaya kayıtlı şirkete sahipler (Mangena ve Tauringana, 2006; Ntim, 2013). Bu nedenle, gelişmiş ülkelerin kurumsal yönetim mekanizmalarının Afrika'daki şirketlerin finansal performansı üzerindeki etkisi, gelişmiş ülkelere farklı olabilir.

2.3 AFRİKA'DAKİ ORTAK HUKUKU VE MEDENİ HUKUK ÜLKELERİ

Kurumsal yönetim düzenlemelerinin uluslararası standartta olduğu ülkelerin, kurumsal yönetim düzenlemelerinde içsel odaklı olan ülkelere göre daha fazla fayda sağladığı iddia edilmektedir. Gelişmekte olan ülkelerdeki kurumsal yönetim düzenlemelerinin ve kodlarının çoğu, öncelikle yakından bağlı oldukları gelişmiş ülkelerin düzenlemelerini yansıtmaktadır (Samaha ve diğeri, 2012). Bu sebepten Afrika'da, bir ülkenin yasal dayanağı çoğunlukla onu sömürgeleştiren ülkeden etkilenir veya o ülkeden temin edilir. Afrika ülkeleri iki ana kurumsal yönetim modeli esas alınarak sınıflandırılmıştır; Anglo-ABD modelini izleyen Ortak Hukuk ülkeleri ve Avrupa-Asya Modelini uygulayan Medeni Hukuk ülkeleri (Munisi ve Randoy, 2013). Resmi dil olarak Arapça'ya sahip olan Mısır hariç Ortak Hukuk ülkeleri resmi dil olarak genellikle İngilizce'yi kullanır fakat bu ülkeler İngiltere tarafından sömürgeleştirildiklerinden dolayı bu ülkenin Ortak Hukuk modelini de takip etmektedirler. Afrika'da Ortak Hukuk modelini kullanan ülkeler, Kuzey Afrika'daki tek Ortak Hukuk ülkesi olan Mısır hariç, çoğunlukla kıtanın güney, doğu ve batı Afrika bölgelerinde yer almaktadır.

Ortak Hukuk ülkeleri, Anglo-Amerikan kurumsal yönetim modeli olarak da bilinen kurumsal yönetimin hissedar modelini uygulamaktadır. Ortak Hukuk ülkeleri İngiltere, ABD ve diğer milletler topluluğu ülkelerdir. Bu model, bir firmanın yönetiminin kendi çıkarları öne sürdüreceğini ve dolayısıyla mülkiyetin kontrolden ayrılmasının vekalet sorunu yarattığını varsayan vekâlet teorisinden kaynaklanmaktadır (Jensen ve

Meckling, 1976; Berle ve Means, 1932). Ortak Hukuk ülkelerinde, şirketler çoğunlukla çok sayıda farklı hissedarlara aittir ve bu şirketler yöneticiler tarafından kontrol edilmektedir (LaPorta et al, 1997). Ancak Afrika ülkeleri açısından tam tersi bir durum söz konusudur. Afrika ülkeleri, çoğu şirketin büyük ölçüde kurumsal hissedarlara ve aile gruplarına ait olduğu yüksek mülkiyet yoğunluğu ile karakterize edilmektedir. Ortak Hukuk ülkeleri aynı zamanda hissedar haklarının yüksek düzeyde korunması ile karakterize edilmektedir. Bu nedenle, Ortak Hukuk ülkeleri tarafından uygulanan hissedar modeli pazar odaklı bir model olmaktadır. Bu, kurumsal kontrol için piyasaya dayanan bir modeldir, dolayısıyla piyasanın hem etkin olduğu hem de rekabet ve devralmalar şeklinde kesin bir disiplin içinde olduğu varsayılmaktadır. Bunun aksine, Afrika'daki ülkeler gibi Ortak Hukuk bazlı gelişmekte olan ülkelerde hissedar haklarının daha az korunması söz konusudur (Claessens ve Yurtoglu, 2013) ve piyasalar etkin bir disiplin mekanizması olarak hareket etmemektedir. Ayrıca, Ortak Hukuk ülkelerindeki şirketler, icracı, icracı olmayan ve bağımsız direktörlerden oluşan tek kademeli bir yönetim kuruluna sahiptir. Yönetim kurulu ayrıca belirli görevleri yerine getirmek için komiteler de oluşturur. Bu komiteler; denetim komitesi, risk komitesi, atama/aday gösterme komitesi, tazminat/ücret komitesi, kurumsal yönetim komitesi vb. dahildir. Komitelerin ayrıca komite üyesi olarak bağımsız yöneticilere sahip olması beklenmektedir (Cadbury, 1992). Afrika'da 21 Ortak Hukuk ülkesi var. Kurumsal yönetimin Ortak Hukuk modeli genel olarak en iyi model olarak kabul görmektedir (La Porta et al. 1997; Claessens ve Yurtoglu, 2013).

Afrika'daki Medeni Hukuk ülkeleri çoğunlukla resmi dili Fransızca veya Portekizce olan ülkelerdir. Bu ülkeler genellikle merkezi Batı ve Kuzey Afrika'da bulunurlar (Roussou, 2005). Medeni Hukuk ülkeleri, Avrupa-Asya kurumsal yönetim Modelini takip eden ülkelerdir ve paydaş teorisinden kaynaklanmaktadır (Munisi ve Randoy, 2013). Freeman (1984), paydaşları, bir şirketin işlemlerini veya davranışlarını etkileyebilen veya yönlendirebilen herhangi bir kişi veya kuruluş olarak tanımlamıştır. Bu nedenle, Ortak Hukuk ülkeleri hissedarların yalnızca değer maksimizasyonuna odaklanırken, Medeni Hukuk ülkeleri her bir paydaş grubuna odaklanmaktadır. Medeni Hukuk ülkeleri arasında Almanya, Fransa, Japonya'nın yanı sıra Afrika'da eski sömürgelere sahip Avrupa ülkeleri ve Avrupa ülkelerinden sömürülenmiş olan ülkeleri yer almaktadır. Medeni Hukuk ülkeleri, kurumsal kontrol için pazarı ön plana çıkarmaz,

bu nedenle Medeni Hukuk ülkelerinin kurumsal yönetimi, ana finansman kaynağı olarak bankalarla olan sağlam ilişkilerle öne çıkmaktadır. Buna göre, Afrika'daki Medeni Hukuk ülkelerinin çoğunda finansal piyasalar nispeten zayıf ve az gelişmiştir. Afrika'daki Medeni Hukuk ülkelerin iki (2) piyasa, Medeni Hukuk Sahra altı Afrika ülkelerinin hemen hemen tümünde bulunan şirketlerden oluşmaktadır. Bu İki (2) finansal Piyasa; Benin Cumhuriyeti, Burkina Faso, Fildişi Sahili, Gine-Bissau, Mali, Nijer, Senegal ve Togo'da bulunan şirketlerden oluşan Bourse Régionale des Valeurs Mobilières (BRVM), diğeri ise Orta Afrika Cumhuriyeti, Çad, Ekvator Ginesi, Gabon ve Kongo Cumhuriyeti'nde bulunan şirketlerden oluşan Bourse des Valeurs Mobilières de l'Afrique Centrale'dir (BVMAC)'dir. 13 ülkedeki şirketlerden oluşan bu iki (2) pazarın toplam piyasa değeri, Johannesburg Menkul Kıymetler Borsası'nın piyasa değerinden daha azdır. Medeni Hukuk ülkeleri aynı zamanda çapraz hissedarlık ve yüksek mülkiyet konsantrasyonu ile karakterize edilmektedir. Medeni Hukuk ülkelerindeki aile mülkiyeti ve blok holding uygulamaları ve hisse senetlerinin çapraz listelenmesi, Avrupa şirketlerinin uluslararası kurumsal yönetim standartlarını benimseme nedenlerinden biridir (LaPorta et al. 1997). Medeni Hukuk ülkelerindeki şirketler yönetim kurulu ve denetim kurulu olmak üzere genellikle iki kademeli kurullara sahiptir. Yönetim kurulu tamamen şirketin yöneticilerinden ve icra direktörlerinden oluşurken, denetim birimi aşağıdakiler dahil olmak üzere çeşitli paydaş gruplarının temsilcilerinden oluşur; Hissedarlar, çalışanlar, devlet, alacaklılar vb. Denetim kurulu ise yönetim kurulunu denetler. Aşağıdaki Tablo 2.1'de Ortak Hukuk ve Medeni Hukuk ülkeleri arasındaki farklılıklar özetlenmiştir.

Orta Hukuk ülkeleri ile Medeni Hukuk ülkeleri arasındaki kurumsal yönetim yaklaşımındaki çarpıcı ikiliğe rağmen, diğer modelin özelliklerinin bir kısmını olmadan bir modeli %100 uygulayan bir ülke bulmak zordur. Örneğin, bir şirketin çalışanları, Medeni Hukuk ülkelerinde denetim kurulunda bir temsilci atama hakkına sahipken, Fransa'da çalışanları, sadece çalışanların hisselerinin şirketin toplam hisselerinin en az %3'ü olması durumunda bir yönetim kurulu temsilcisi atayabilir (Mangena ve Tauringana, 2006). Ayrıca, Ortak Hukuk ülkesinde bir şirketin birincil odak noktası hissedar değerini maksimize etmek olsa da, şirketler topluma geri vermek ve şirket ile paydaşları arasında iyi bir ilişki oluşturmak için kurumsal sosyal sorumluluklara da katılırlar. Çünkü şirketin faaliyet gösterdiği çevre ve toplumların toplumsal çıkarları

konusundaki farkındalığı aynı zamanda itibarını ve dolayısıyla performansını etkileyebilir (OECD, 2004). Bunlar, dönüşüme doğru giden yeni bir kurumsal yönetim modelleri tartışmasını tetiklemiştir. Kurumsal yönetimin dönüşüm ve hibrit modeline ilişkin pek çok tartışma vardır.

Tablo 2.1: Ortak Hukuk ve Medeni Hukuk Modelleri Arasındaki Farklar

Özellikleri	Ortak Hukuk Modeli	Medeni Hukuk Modeli
Şirketin Amacı	Hissedarların Değer Maksimizasyonu	Tüm Paydaşların Memnuniyeti
Şirketin Yönetim Kurulu	Tek Sınıflı Yönetim Kurulu (Yönetim Kurulu)	İki Sınıflı Kurul (Yönetim Kurulu ve Denetleme Kurulu)
Yönetim Kurulu Üyeleri	İcracı, İcracı Olmayan ve Bağımsız İcracı Olmayan Direktörler	Hissedarlar, Yönetim, Çalışanların Temsilcisi, Alacaklıların Temsilcisi vb.
Ülkeler	Çoğunlukla Anglofon Ülkeler	Çoğunlukla Avrupa ve bazı Asya ülkeleri
Başlıca Finans Kaynağı	Finansal Piyasalar	Bankalar
Şirketin Mülkiyet Yapısı	Dağıtılmış Mülkiyet Yapısı	Konsantre Mülkiyet Yapısı
Hissedarların Hakları	Hissedar Haklarının Üst Düzey Korunması	Hissedarların haklarının korunması
Büyük Hissedarlar	Kamu	Aileler ve Kurumsal Hissedarlar

Kaynak: Yazarın kendisi tarafından hazırlanmıştır.

2.4 AFRIKA'DAKİ KURUMSAL YÖNETİM DÜZENLEMELERİNİN KAYNAKLARI

Milenyumun başlangıcı, Afrika'da kurumsal yönetim için hayati bir başlangıca işaret etmekteydi. Afrika'daki birçok ülke, milenyumdan sonra gönüllü kurumsal yönetim kuralları oluşturmaya ve benimsemeye başlamıştır. 1990'larda, gelişmekte olan ülkelerdeki düzenlemelerin geliştirilmesi ve revize edilmesinde kurumsal yönetim

açısından bir artış görülmekteydi. 1990'ların başında, ABD'de yatırımcılar ve genel müdür'ler (icra başkan'lar) arasındaki ilişkiden kaynaklanan sorunlar, kurumsal yönetimle ilgili sorunlar nedeniyle yönetim kurulları tarafından giderek daha fazla genel müdürün görevden alınmasıyla basında geniş yer buldu (Shifidi, 2014). Benzer şekilde, Birleşik Krallık'ta muhasebe sahtekarlığı, yöneticilere yüksek ücret, yönetim kurulu verimliliği vb. konular düzenleyici kurumların dikkatini çekmekte ve böylece bir dizi kurumsal yönetim düzenlemesinin oluşturulmasına yol açmıştır. Gelişmiş ülkelerde geliştirilen kurumsal yönetimin en iyi uygulaması'nın düzenlemeler ve tavsiyeler daha sonra Afrika, Asya ve dünyanın diğer gelişmekte olan diğer ülkeleri için kurumsal yönetim düzenlemelerinin kaynağı haline gelmiştir. Afrika ülkelerindeki kurumsal yönetim kuralları Birleşik Krallık raporlarından, ABD mevzuatından, OECD ilkelerinden, Güney Afrika Ülkesi'nin King Raporlarından (King Reports) ve Milletler Topluluğunun Kurumsal Yönetim Derneği (CACG) ilkelerinden oluşturulmuştur. Bu raporlar, mevzuat ve ilkeler aşağıda ele almıştır.

2.4.1 Birleşik Krallık'ın 1992 tarihli Cadbury Raporu

Mayıs 1991'de Muhasebe Mesleği (Accounting Profession), İngiltere Finansal Raporlama Konseyi ve Londra Menkul Kıymetler Borsası tarafından finansal raporlama ve hesap verebilirlik ile ilgili bir takım sorunları gözden geçirmek için “kurumsal yönetimin finansal yönü üzerine komite” başlıklı bir komite kuruldu. Komiteye başkanlığı Sir Adrian Cadbury yapmaktaydı. Komitenin kurulmasının nedenlerinden biri, Birleşik Krallık'taki kendi paydaşları tarafından şirketlerin finansal raporlamalarına düşük düzeyde güven duymalarına neden olan sorunların başa çıkmanın yollarını bulmaktır. Diğer bir neden ise, denetçilerin o dönemde İngiltere'deki şirketler tarafından rapor edilen hesaplara ilişkin gerçek ve adil bakış açılarını sağlayamamalarının nedenlerini incelemek ve sorunlara çözüm bulmaktır (Cadbury, 1992). Komite çalışmaları devam ederken, Uluslararası Kredi ve Ticaret Bankası (BCCI) ve Maxwell'in iflas etmesinde şirketlerin finansal raporlarındaki şeffaflık eksikliğini daha da ortaya çıkardı. Dolayısıyla, bazı şirketlerin mali tablolarında raporlanmayan düşük performansları kamuoyunda daha fazla tepkiye yol açmış ve bu tür uygulamaların sonunda ülke ekonomisine olan güveni sarsacağı ortaya çıkmıştır (Eryazgan, 2019).

Komite, 1 Aralık 1992 tarihinde “Kurumsal Yönetimin Mali Yönü” başlıklı raporunu sunup yayınlamıştı. Rapor, daha sonra komite başkanının adını taşıyan “Cadbury Raporu” olarak anılmaya başlanmıştır. Bu rapor, kurumsal yönetimi, bu sistemi oluşturan bileşenler ve mekanizmalar arasındaki karşılıklı ilişkinin önemini vurgulayan bir sistem olarak ele alan ilk rapordur (Kılıç, 2009). İlk başta, şirketler, komite raporunun sert bir tavsiyede bulunacağı, hatta toplantı odası uygulamalarına ilişkin sorunlar gibi belirli konularda mevzuatı zorunlu kılacağı endişesi olmuştur (Banda, 2013). Aksine, rapor yaklaşımı daha yumuşak olmuştur ve ilk kez “uy ya da açıkla” yaklaşımını ortaya koymuştur. "Uy ya da açıkla", dünya çapında uygulanan en iyi kurumsal yönetim uygulamalarının kabul edilmesi gereken tavsiyelerinden biri olmaya devam etmektedir. "Uy ya da açıkla" daha sonra Londra Menkul Kıymetler Borsası'na kote olmak için şart koşulmuştur (Yeğen, 2016). Borsada işlem gören şirketlerden kurumsal yönetim tavsiyelerine uymaları istenmiş, tercih etmedikleri durumlarda ise kararlarına ilişkin açıklama yapmaları istenmiştir. Kurumsal yatırımcılar ve yatırım bankaları da şirketler tarafından raporun tavsiyelerine uymaları konusunda teşvik edilmiştir (Karayel, 2011).

Rapor, İngiltere'de ilk kez kurumsal yönetimin en iyi uygulama kurallarını sundu. Komitenin raporu, borsada işlem gören şirketlerin En İyi Uygulama Kurallarına uyması gerektiğini önermiştir. Raporun ilk bölümü, rapora ihtiyaç duyulmasının nedenlerini, genel bir bakışı ve kurumsal yönetimin tanımını içermektedir. Rapor, yönetim kurulunu kurumsal yönetimin en önemli mekanizması olarak kabul etmektedir. Bu nedenle, rapor, denetim komitesi, aday gösterme komitesi ve ödeme komitesi gibi komiteler oluşturarak, etkin yönetim kurulları ihtiyacını, Başkan ve genel müdür pozisyonunun ayrılmasını, yönetim kurulu bağımsızlığı ve yönetim kurulunda işbölümü ihtiyacını söylemiştir. Rapor ayrıca yönetim kurulunun görev ve sorumluluklarını, yönetim kurulunun yapısını, icracı ve icracı olmayan yöneticilerin sorumluluklarını, kurulların hissedarlara karşı hesap verebilirliğini ve şirket ile hissedarları arasında etkin ve şeffaf iletişimin önemini de açıklamaktadır (Cadbury, 1992).

Yukarıda belirtilenlerin dışında, raporda bir şirketin iç ve dış denetçinin önemi de vurgulanmaktadır. Bunlar, bağımsız denetçiler tarafından şirketin faaliyet ve hesaplarının doğru ve adil bir şekilde görülmesinin önemini içermektedir. Ayrıca rapor,

Genel Kabul Görmüş Muhasebe İlkeleri'nin (GAAP) uygulanmasının önemini de vurgulamakla birlikte, etkin denetimin değerini artırmak için izlenebilecek yol ve yöntemleri, muhasebe hilelerine ilişkin tavsiyeleri, denetçilerin sorumluluklarını, bir şirketin sürekliliği (going concern) ile ilgili konular vb. içermektedir (Cadbury, 1992).

Rapor ilk kez kurumsal yönetim ilkelerinin genel temel çerçevesini sunduğundan tavsiye edilen en iyi uygulama kuralları dünya çapında kurumsal yönetim için bir ölçüt haline gelmiştir. Rapor, meşhur OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri gibi kurumsal yönetimdeki öneriler, mevzuat ve düzenlemeler için bir arka plan haline gelmiştir (Beycan, 2013). Bu rapor aynı zamanda birçok Afrika ülkesi için bir kurumsal yönetim kodu kaynağı olmuştur.

2.4.2 Birleşik Krallık'ın 1995 tarihli Greenbury Raporu

Ocak 1995'te İngiliz Sanayi Konfederasyonu (CBI), Birleşik Krallık'taki şirket yöneticilerinin ücretleriyle ilgili kamuoyunun tepkisine ve hissedarların endişelerine yanıt olarak araştırma yapmak ve çözümler önermek için Sir Richard Greenbury başkanlığındaki “Yönetici Ücretleri Üzerine Çalışma Grubu” adlı bir komite kurdu. Grubun başkanlığını, o zamanlar Marks & Spencer'ın başkanı olan ve grup raporunun daha sonra adını aldığı Sir Richard Greenbury yapmaktaydı. Komitenin amacı, Birleşik Krallık'ta Yöneticilerin anonim şirketlerine (AŞ'ler) ilişkin ücretlerinin belirlenmesinde bir kanun ve uygulama kılavuzu olarak hizmet edecek iyi tavsiyeleri araştırmıştır (Greenbury, 1995). Şirket yöneticilerinin ücretlerinin şirketlerin performanslarına bağlı olarak orantısız bir şekilde artması sonucu bu komitenin oluşum ihtiyacı ortaya çıkmıştır (Eryazgan, 2019). O sıralarda, yüksek yöneticilerin maaşı ve diğer menfaatlerle ödüllendirilmesine ilişkin genel bir uygulama vardır. Artan yüksek ücretler, toplu işten çıkarmalara neden olarak, çalışanların ücret ve maaş artışlarını kısıtlanması, mal ve hizmet fiyatlarının artması ile ekonomiyi etkilemeye başlamıştır (Yeğen, 2016).

Komite, 6 aylık iyi bir çalışmanın ardından raporunu 17 Temmuz 1995 tarihinde sundu. Komitenin tavsiyeleri dört (4) ana konuyu kapsamaktaydı; yöneticilerin ücretlendirme kriterlerinin belirlenmesi, ücret/tazminat komitesinin rolü, yöneticilerin ücretlerinin belirlenmesinde pay sahiplerinin onayının alınmasının gerekip gerekmediğinin açıklığa

kavuşturulması, ve emekli olan yöneticilerin hizmet sözleşmesi ödemesi ve kıdem ödeme paketi. Greenbury Raporunun tavsiyelerinden biri, yönetim kurulunda ücret komitesinin oluşturulmasıdır ve komite, hissedarları temsil eden en az üç (3) bağımsız ve icracı olmayan yöneticiden oluşmalıdır. İcrada görevli olmayan yöneticiler genellikle hissedarların menfaatini temsil eder, dolayısıyla onların ücretlendirme komitesinde yer almaları ücretlendirme sürecinden kaynaklanabilecek herhangi bir çıkar çatışmasını caydıracaktır. Komite aynı zamanda, şirketlerin yıllık raporlarında tüm yöneticilerin ücretleri ve menfaatleri ile birlikte üst düzey yöneticilerin de ücretlerinin tam ve şeffaf bir şekilde açıklanmasını tavsiye etmektedir. Bununla birlikte, komite bir şirketin üst düzey yöneticileri için ücretlendirme politikalarının tam ve şeffaf bir şekilde açıklanmasını da tavsiye etmiş. Ücretlendirme komitesi, ücretlendirme politikalarını oluştururken biraz esnekliğe sahip olmalıdır; bu, şirketin daha yüksek performans elde etmesine yardımcı olacak nitelikli ve yetenekli yöneticilerin ilgi çekmesi, elde tutması ve motive etmesi açısından önem taşımaktadır. Raporda aynı zamanda, üst düzey yöneticilerin ve üst düzey yönetimin kıdem tazminatı paketi ile birlikte hizmet süresinin açıklanması tavsiye edilmektedir. Komite teşvik, ikramiye ve menfaatler konusunda dengeli bir yaklaşım benimsenmesi gerektiğini, üst düzey yöneticilerin hizmet sözleşmelerinin bir yıl ile sınırlandırılması gerektiğini, sözleşmenin bir yıldan fazla sürmesi halinde, ücret komitesinin sözleşmenin ertelenmesinin gerekçelerini raporlaması gerektiğini de ifade etmiştir. Bunların dışında, bir şirketteki yöneticilerin ücretleri, sektördeki diğer şirketlerle uygun bir karşılaştırma yapılarak belirlenmelidir. Rapor ayrıca performansla ilgili ücretlendirmeye de vurgu yapmaktadır (Greenbury, 1995).

Greenbury Raporu yayımlandıktan sonra raporda yer alan tavsiyeler Londra borsasında kayıtlı olmasına rağmen pek kabul görmedi (Eryazgan, 2019). Rapor ayrıca, önerilerin her üç yılda bir gözden geçirilmesini tavsiye etmiştir. Özetle, Greenbury Raporu tamamen hesap verebilirlik, tam açıklık, yönetici ve hissedar çıkarlarının dengelenmesi ve geliştirilmiş şirket performansı ile ilgilidir. Cadbury raporu gibi, Greenbury raporu da doğası gereği yasal değil, sadece tavsiye niteliğindedir (Beycan, 2013).

2.4.3 Birleşik Krallık'ın 1998 Hampel Raporu

1998'de İngiliz Sanayi Konfederasyonu (CBI), Londra Borsası, Yönetim Enstitüsü, Muhasebe Organları Danışma Komitesi, Ulusal Emeklilik Fonları Birliği (NAPF) ve İngiliz Sigorta Birliği (ABI) tarafından borsada işlem gören şirketlerin kurumsal yönetim kurallarına uygunluğunu incelemek ve hissedarların korunmasına özel vurgu yaparak yüksek kurumsal yönetim standartlarını teşvik etmek için tavsiyelerde bulunmak üzere bir komite kuruldu (Hampel, 1998). Bu komite, Greenbury raporunun her üç yılda bir kanunu gözden geçirme önerisini takiben kurulmuştur. Cadbury Raporu ile karşılaştırıldığında, Hampel Komitesi iş dünyasından olan kişilerden oluşuyordu. Hampel komitesine, komite rapor adının verildiği İmperyal Kimya Endüstrileri (ICI) yönetim kurulu başkanı Sir Ronald Hampel başkanlık yaptı. Komite; borsaya kayıtlı şirketlerin 3 genel müdürü, borsaya kayıtlı bir şirketin mali direktörü, muhasebeci, avukat, kayıt memuru, fon yöneticisi ve borsacıdan ibaret ekipten oluşmaktaydı. Komite, yaygın şirketlerle istişareler yapmıştır. Komite ön raporunu Ağustos 1997'de, nihai raporunu ise 28 Ocak 1998'de yayımladı. Komite raporunun başlığı “Kurumsal Yönetim Komitesi - Nihai Rapor” idi.

Komite, yaklaşık yirmi (20) en iyi kurumsal yönetim uygulaması kanunu sunmaktadır. Komitenin tavsiyelerinden oluşan kanunlar aynı zamanda "Cadbury II" olarak da bilinmekteydi (Beycan, 2013). Hampel raporu ile Cadbury ve Greenbury raporlarının kanunları arasında çok fazla fark yoktur. Ancak, bazı özel alanlarda Hampel Raporunun kanunları öncekilerden daha katıdır ve bazı alanlarda Greenbury Raporundan ayrılır. Cadbury Raporu, yönetim kurulunda aday gösterme/atama komitesinin kurulmasını tavsiye etmiş ve icracı olmayan yöneticilerin atamasının komite aracılığıyla yapılmasını önerirken, Hampel Raporu daha da ileri giderek, aday gösterme komitesinin kurulmasının en iyi kurumsal yönetim uygulaması olarak görülmesi gerektiğini, ancak daha az yönetim kurulu üyesinin daha çok tercih edildiğini belirtmiştir. Cadbury raporu ayrıca, genel müdür ile yönetim kurulu başkanı pozisyonunun tek bir kişi tarafından tutulduğu durumlarda, yönetim kurulunda yeterli bağımsız icracı olmayan yöneticilerin olması ve bir “baş bağımsız yönetici” atanması gerektiğini tavsiye etmektedir. Hampel Raporu bu düzenlemeyi biraz daha geliştirmekle, şikayette bulunan herhangi bir kişinin şikayetini genel müdür ve başkan yerine bağımsız icracı olmayan baş yöneticiye

iletebilmesi için, baş bağımsız yöneticilerin adlarının şirketlerin yıllık faaliyet raporunda açıkça belirtilmesi gerektiğini öne sürmektedir. Yönetim kurulunda yönetim temsili açısından, Cadbury raporu daha çok genel müdürlere odaklanırken, Hampel raporu daha çok üst düzey yöneticilere odaklanmaktadır. Cadbury Raporu aynı zamanda, yönetim kurulu üyelerinin çoğunluğunun bağımsız icracı olmayan yöneticiler olmasını önermektedir, buna karşılık Hampel Raporu, icracı olmayan yöneticilerin yönetim kurulundaki oranlarının üçte birinden az olması durumunda etkin bir şekilde çalışmasının zor olduğunu belirtmiştir. Greenbury Raporu, yönetim kurulların bağımsız yöneticilerden ve icrada görevli olmayan yöneticilerden oluşan bir ücret komitesi oluşturmasını ve bu komitenin şirketin yönetim kurulu ücretlendirme politikalarını geliştirmekten sorumlu olması gerektiğini tavsiye etmekteydi. Hampel raporu ayrıca ücretlendirme komitesinin kurulmasını tavsiye ederken, ücretlendirme politikasının belirlenmesinin ciddiyle ücretlendirme komitesinin sorumluluğunda olması gerektiğine ilişkin Greenbury raporu tavsiyesine katılmamış, bunun yerine üst düzey yöneticilerin ücretlendirmelerine ilişkin ücretlendirme politikasının belirlenmesinin sadece yönetim kurulunun ücretlendirme komitesini değil tüm yönetim kurulunu ilgilendiren bir konu olması gerektiğini belirtmiştir.

2.4.4 Birleşik Krallık'ın Birleşik Kurumsal Yönetim İlkeleri (2003)

2003 yılında, Cadbury, Greenbury ve Hampel Raporlarının üç ilkesi birleştirildi ve tek bir kapsamlı en iyi uygulama ilkesi oluşturuldu. Birleştirilmiş ilkeler aynı zamanda isteğe bağlıdır, bu nedenle mevzuat değil, “uy veya açıkla” yaklaşımıyla bir tavsiyedir. Birleştirilmiş ilkelerin en önemli görünür güncellenmiş özelliklerinden biri, iç denetim ile ilgili tavsiyeleri içermesidir. Londra borsasında işlem gören tüm şirketlerden yıllık raporlarında iç denetime ilişkin özet bilgilerine yer vermeleri istendi. Ancak, açıklığa neyin veya ne şekilde dahil edileceğine dair çok az bilgiye yer verilmiş (Güçlü, 2010). Kayıtlı tüm şirketlerden şirketin yönetim kurulu ve komitelerinin tanımına dair bilgilerin dahil edilmesi beklenmektedir.

Rapor iki ana bölümden oluşmaktadır. Birinci bölüm şirketlere ilişkin ilke ve düzenlemeler oluşurken, ikinci bölüm hissedarlara ilişkin ilkelerden oluşmaktadır. Birleştirilmiş ilkelerin önemli olanlarına aşağıdakiler dahildir; şirket, etkin bir yönetim kurulu tarafından izlenmeli ve şirketin başarısından yönetim kurulu sorumlu olmalıdır,

Başkan ve CEO pozisyonu ayrı olmalıdır, böylece bir kişi iki ofisin mutlak gücüne sahip olamaz, yönetim kurulu hem icracı hem de icracı olmayan ve bağımsız icracı olmayan yöneticilerden eşit olarak oluşturmalı, bu suretle yönetim kurulu içindeki hiçbir kişi veya grubun karar alma sürecine hakim olmasına izin verilmemelidir. Buna ek olarak, birleşik kural ve ilkeler, yönetim kurulu üyelerinin aday gösterilmesinin resmi, ayrıntılı ve şeffaf bir prosedür olması gerektiğini, yönetici ile yönetim kurulu arasında etkin bir açıklık ve bilgilendirme sisteminin olması gerektiğini, böylece yönetim kurulunun görevlerini etkin bir şekilde yerine getirebilmesini önermiştir. Birleşik kural ve ilkeler ayrıca; yönetim kurulu, komiteleri ve yönetim kurulu üyelerinin performanslarının yıllık olarak değerlendirilmesi, yönetim kurulunda esnek bir ücretlendirme politikasının olması, yönetim kurulunun şirketin mevcut finansal durumunu, geleceğe yönelik hedeflerini ve işletmenin faaliyet durumunu açıklaması, yönetim kurulu tarafından en az üç üyeden oluşan bir denetim komitesi kurulması, denetim komitesi üyelerinin icrada görevli olmayan bağımsız yöneticilerden oluşması ve yönetim kurulunun, yönetim kurulu ile şirket hissedarları arasında iyi bir iletişim sistemi oluşturması gerektiğini de belirtmiştir (Birleşik Kurumsal Yönetim İlkeleri, 2003).

2.4.5 Milletler Topluluğu Kurumsal Yönetim Derneği (CACG)

Nisan 1998'de, Milletler Topluluğu ülkelerinde üstün kurumsal yönetim uygulamalarını teşvik etmek için Milletler Topluluğu Kurumsal Yönetim Derneği (CACG) kurulmuştu. CACG'nin temel hedefleri; Milletler Topluluğu ülkeleri genelinde iyi kurumsal yönetim standartları ve uygulamalarını geliştirmek ve bu standartların öğretilmesine, teşvik edilmesine ve yaygınlaştırılmasına yardımcı olacak kurumların gelişimini kolaylaştırmaktı (Banda, 2013). Milletler Topluluğu'nun temel değerleri, bir ülkede ekonomik ve sosyal kalkınmanın önemini ve rolünü öne süren 1991 Harare Deklarasyonu'nda ortaya konmuştur (Mubwandarikwa, 2013). CACG, 53 ülkenin üye olduğu gönüllü bir dernektir. Dünya Bankası, KPMG International, Yeni Zelanda Hükümeti, Shell International, Yeminli Sekreterler Enstitüsü ve Anglo Amerikan Şirketi'nin desteğiyle, Kasım 1999'da CACG, Milletler Topluluğu ülkeleri için ilk kurumsal yönetim ilkelerini yayınlamıştır.

Milletler Topluluğu ülkelerinin amaçları doğrultusundaki ilkeler, aşağıdakileri içeren bir dizi sonuca ulaşmayı amaçlamaktadır; Milletler Topluluğu ülkelerine ait şirketlerin kârlılığını ve verimliliğini artırmak, zenginlik ve istihdam yaratma yeteneğini geliştirmek, Milletler Topluluğu ülkelerinin yerel ve uluslararası finans sektörlerini geliştirmek ve istikrara kavuşturmanın yanı sıra Milletler Topluluğu ülkelerinin uluslararası piyasalarda rekabet edebilirliğini sağlamak (CACG, 1999). CACG ilkeleri daha çok hissedar odaklıdır ve yöneticilerin hissedarların vekilleri olduğu çağdaş bir kurumsal yönetim görünümünü temsil etmekte, bu nedenle kurumsal yönetimin çoğunlukla zayıf ve bilgisiz hissedarlarla ilgili sorunlarını ve etkili kurullara duyulan ihtiyacı yansıtır (Melyoki, 2005). Milletler Topluluğu ülkeleri aynı yasal kökene sahip olduklarından, ilkeler Ortak Hukuk ülkeleri içindir. CACG ilkelerinin yasal gereklilikler veya mevzuat olması amaçlanmamıştır, bu ilkeler daha ziyade işletmeler tarafından takip edilmesi gereken davranış standartlarıdır. Bu nedenle, ilkeler ne zorunlu ne de kuralcıdır. Öneriler, çoğunlukla şirketlerin yönetim kurullarına odaklanan 15 ilkeyi içermektedir. CACG'nin tavsiyesi, şirketlerin yönetim kurullarının aşağıdaki ilkeleri izlemesi gerektiğini öne sürmüştür;

- İlke 1 - Şirketin sürekli refahını sağlamak için yönetim kurulunun şirketi yönetme konusunda liderlik, girişimcilik, dürüstlük ve en iyi kararı kullanması gerektiğini ve şirketin çıkarlarının en uygun şekilde korunmasında şeffaf, hesap verebilir olması, ve sorumlu bir şekilde hareket etmesi gerektiğini ileri sürmüştür.
- İlke 2 - Yönetim kurulu atamalarının kontrollü ve etkili bir süreç aracılığıyla yapılmasına, her bir yönetim kurulu üyesinin karar verme sürecine değer katabileceğine ve bağımsız fikirler getirebileceğine emin olmalı.
- İlke 3 - Şirketin amacını ve değerlerini belirlemeli, amaca ulaşmak için stratejiyi belirlemeli, şirketin hayatta kalmasını ve gelişmesini sağlamak için değerleri uygulamaya koymalı ve ayrıca şirketin varlıklarını ve itibarını korumak için prosedürlerin ve uygulamaların yerine getirilmesini sağlamalı.
- İlke 4 - Stratejilerin, politikaların, iş planlarının uygulanmasını ve benimsenmesini izleyin ve yönetim performansını değerlendirmeli.
- İlke 5 - Şirketin ilgili tüm kanunlara, düzenlemelere, mevzuata ve en iyi yönetim uygulaması kurallarına uymasını sağlayın.

- İlke 6 - Şirket ile paydaşları, özellikle de hissedarları arasında etkin bir iletişim sağlayın.
- İlke 7 - Şirket hissedarlarının meşru çıkarlarına hizmet edin ve onlara karşı tamamen sorumlu olun.
- İlke 8 - Şirketin iç ve dış paydaşlarını belirleyin ve şirketin onlarla nasıl başa çıkması gerektiğini tanımlayan bir veya daha fazla politika üzerinde anlaşmaya varın.
- İlke 9 - Hiçbir kişi veya grubun sınırsız yetkiye sahip olmamasını, yönetim kurulunda uygun bir güç ve yetki dengesinin olmasını sağlayın. Bunun yanı sıra CEO ve başkan pozisyonunun ayrılmasında ve yönetim kurulunda icracı ve icracı olmayan yöneticilerin bulunması arasındaki dengeyi koruyun.
- İlke 10 - Etkili karar almada, doğru ve şeffaf raporlamada iç kontrol sistemlerinin etkinliğini sağlamak için süreçleri ve prosedürleri periyodik olarak gözden geçirin ve finansal sonuçların her zaman yüksek düzeyde bir durum tespiti ile desteklendiğinden emin olun.
- İlke 11 - Bir bütün olarak firmanın ve CEO dahil olmak üzere bireysel yöneticilerin performansını ve etkinliğini düzenli olarak değerlendirin.
- İlke 12 - CEO atanmasına ve en azından üst düzey yönetimin atanmasına katılın, şirketin entelektüel sermayesinin motivasyonunu ve korunmasını sağlayın, şirket yönetiminin ve personelinin uygun eğitimini sağlayın ve üst düzey yönetim için bir halefiyet planı geliştirin.
- İlke 13 - Şirkette kullanılan tüm teknoloji ve sistemlerin şirketin işini düzgün bir şekilde yürütmesi ve rekabetçi pazarlarda önemli bir konum alması için uygun olduğundan emin olun.
- İlke 14 - Firmanın kilit risk alanlarını ve kilit performans göstergelerini belirleyin ve izleyin.
- İlke 15 - Firmanın sürekliliğini (işleyen teşşebüs) yıllık olarak sağlayın.

CACG ilkelerinde ayrıca hissedarlara karşı hesap verebilirlik, yönetim kurulunun görev ve sorumlulukları, yönetim kurulu seçimi ve halefiyet planlaması, yönetim ve yönetim kurulu üyelerinin oryantasyonu ve eğitimi, ilgili bilgilere kolay erişim, yönetici biyografisinin açıklanması, yönetim kurulunun kapsamı ile ilgili aday gösterme

komitesi sorunları, yönetim kurulu bağımsızlığı, yönetim kurulu komiteleri vb. gibi belirli konular da ayrıntılı olarak ele alınmıştır (CACG, 1999).

Bu nedenle, CACG İlkelerinde ele alınan hususlar OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri'nde ele alınan hususlara benzermekte ancak OECD ilkeleri daha kapsamlıdır (Melyoki, 2005).

2.4.6 2002 tarihli Amerika Birleşik Devletleri Sarbanes Oxley (SOX) Yasası

Sarbanes Oxley (SOX), ABD'deki ilk kurumsal yönetim yasasıdır. Bu yasa, dünya ülkeleri için kurumsal yönetim düzenlemesinin en önemli kaynaklarından biri olmaktadır. 2001 yılında, Amerikanın şirketleri kurumsal yönetimle ilgili çeşitli sorunlarla karşı karşıya kalmıştır. Bu sorunlar aşağıdaki konuları içermektedir: ortamdaki ahlaki tehlike ve çıkar çatışmaları nedeniyle düşük yönetim performansı, şeffaf açıklamaların olmaması, etkin olmayan muhasebe sistemlerinin kullanılması ve muhasebe sahtekarlığı, yönetim kurulu, yöneticiler ve denetçiler arasında bağımsızlığın olmaması, piyasadaki kurumsal kontrol için etkili mevzuat eksikliği (Kılıç, 2009). Bu sorunlar, 2001-2002 yılları arasında ENRON, Worldcom, Tyco, vb. gibi yüksek profilli şirketlerin çöküşünün temel nedenlerinden biriydi; Bu şirketlerin çöküşü Amerika ekonomisini olumsuz etkilemiş ve yatırımcıların Amerikanın piyasalarına olan güvenini azalmıştır. Amerika Birleşik Devletleri'ndeki sözde "batamayacak kadar büyük" şirketlerin sayısız çöküşü ve iflası, daha yüksek performans elde edebilmeleri ve iflastan kaçınabilmeleri için şirketlerin doğru yönetimi doğrultusunda yönergeler hazırlayacak bir mevzuat gereksinimini ortaya çıkarmıştır. Bu nedenle, 30 Temmuz 2002'de, 2002 tarihli Sarbanes-Oxley Yasası olarak da bilinen "Kamu Şirketleri Muhasebe Reformu ve Yatırımcıyı Koruma Yasası" Amerika Birleşik Devletlerin 'federal' yasası olarak mühürlenmiştir. Kamu Şirketleri Muhasebe Reformu ve Yatırımcıyı Koruma Yasası, ABD senatörü Paul Sarbanes ve yasanın yasalaşmasına öncülük eden ABD Temsilcisi Michael G. Oxley'den sonra 2002 tarihli Sarbanes-Oxley (SOX) Yasası olarak yeniden adlandırılmıştır.

Yasa, firmaların finansal raporlamadaki açıklamalarını geliştirmeyi ve aynı zamanda etkin kurumsal yönetimi sağlamayı amaçlamıştır. Bu yasanın çıkarılmasının amaçlarından biri de halkın güvenini yeniden kazanmak ve bu tür skandalların

tekrarlanmasını önlemektir. SOX yasasının çıkmasından sonra ABD'de borsaya kote şirketlerin muhasebe standartlarında ve yönetim tarzlarında önemli değişiklikler meydana getirmiştir. Hatta bazı şirketler SOX yasalarına uymak için ayrı departmanlar bile kurdular (Turnacıgil, 2018). Bu yasa ile ABD şirketleri kurumsal yönetim açısından ilk kez diğer ülkelerin önüne geçmişlerdi (Beycan, 2013). Kurumsal yönetim düzenlemelerinin çoğu gönüllülük esasına dayalıyken ve sadece tavsiye niteliğindeki “uy ya da açıkla” yaklaşımıyla hareket ederken, SOX yasasının çıkarılmasıyla borsaya kote tüm şirketlerin bu yasaya uyması zorunlu kılınmış ve “uy ya da açıkla” yaklaşımı yerine uygulanmaması için yasal cezaları olduğunu ifade eden “uy ya da...” yaklaşımı kullanılmıştır.

SOX, yatırımcıların korunması için çeşitli alanlar temin etmiş, ayrıca bağımsız denetim faaliyetlerine bazı kısıtlamalar getirmiş, iş etiği uygulamasını zorunlu kılmış ve bilanço dışı işlemler için yeni kurallar getirmiştir. SOX, ABD'de borsada işlem gören şirketler için bir Kamu Şirketleri Muhasebe Gözetim Kurulu kurmakla birlikte bilgi uçurmaya da yasal statü kazandırmıştır. Bunun nedeni, meydana gelen bazı büyük skandalların muhasebede orta kademe yöneticilerin ihbar edilmesinden kaynaklanmış olmasıdır, dolayısıyla bu kanun usulsüzlüklerin bildirilmesini zorunlu kılmakta ve ihbarcılara (whistleblowers) kanunla korumaktadır (Turnacıgil, 2018). Kanun şunu açıkça ortaya koymaktadır; şirketin sahipleri, şirketten bireysel kredi almalarına yasaklanmış, şirket hakkındaki tüm finansal bilgilerin doğruluğundan direktörler sorumlu tutulacak, denetçilerin aynı şirkete danışmanlık hizmetleri gibi denetim dışında hizmet vermesi yasaklandı, şirketler ayrıca denetçilerin yanlış yönlendirilmesi nedeniyle cezalandırılacak ve şirket hesaplarında yönetim kurulu tarafından etkin izleme eksikliğinden kaynaklanan herhangi bir suistimal olması durumunda şirketin yönetim kurulu üyelerinin hak ve menfaatleri gasp edilecektir (Sarbanes-Oxley Act, 2002).

SOX, başlıklar şeklinde tanımlanan on bir bölümden oluşmaktadır. Başlıklar aşağıda kısaca açıklanmıştır:

- Başlık I- Kamu Şirketleri Muhasebe Denetim Kurulu. Bu, ABD'deki tüm denetim şirketlerinin faaliyetlerini denetleyen bir kuruluştur. Bu nedenle tüm denetim şirketleri Kamu Şirketleri Muhasebe Denetim Kurulu'na kayıt yaptırmak zorundadır.

- Başlık II- Denetçi Bağımsızlığı. Bu bölüm, çıkar çatışmalarını sınırlamak için dış denetçi bağımsızlığına yönelik standartlar sağlamaktadır. Bu başlık altında, denetim şirketlerinin, diğer şeylerin yanı sıra, denetledikleri şirketlere denetim dışı hizmetler sunmasını yasaklamıştır.
- Başlık III - Kurumsal Sorumluluk. Bu bölüm, yöneticilerin ve yönetimin, şirketin mali raporlarının kesinliği, eksiksizliği ve doğruluğu konusunda sorumluluk alması gerektiğini açıklamaktadır.
- Başlık IV- Genişletilmiş Finansal Açıklamalar. Bu bölüm, geliştirilmiş finansal işlem raporlama ve açıklama gerekliliklerini açıklamaktadır. Ayrıca, finansal raporların doğruluğunu korumak için iç kontrolleri savunmaktadır.
- Başlık V- Analist Çıkar Çatışmaları. Bu bölüm, hissedarlar ve menkul kıymetler ortaklıkları arasındaki çıkar çatışmasını önlemek için alınacak önlemleri belirlemektedir.
- Başlık VI- Komisyon Kaynakları ve Yetkisi. Bu bölüm, aşağıdaki konularda yasanın duruşunu sağlar; Broker ve bayilere bağlı ortakların nitelikleri, Federal mahkemenin küçük hisseleri uygulamaya koyma yetkisi vb.
- Başlık VII- Çalışmalar ve Raporlar. Bu bölüm, yatırımcının güvenini yeniden kazanmaya yardımcı olacak uygulamalar geliştirir ve önlemler almaktadır.
- Başlık VIII- Kurumsal Suçlar ve Dolandırıcılığın Sorumluluğu. Bu bölüm aynı zamanda 2002 tarihli Kurumsal Suçlar ve Dolandırıcılığın Hesap Verebilirlik Yasası olarak da anılır. Bölüm aşağıdaki konuları kapsar: Belgeleri değiştirmeye yönelik para cezaları, menkul kıymetler dolandırıcılığı yasalarının ihlali sonucu tahsil edilemeyen borçlar, menkul kıymetler dolandırıcılığı için zaman aşımı, adaleti engelleme ve kapsamlı cezai dolandırıcılık için Federal Hüküm Yönergeleri'nin gözden geçirilmesi, dolandırıcılığı kanıtlayan borsada işlem gören şirketlerin çalışanlarını koruma ve borsaya kote şirketlerin hissedarlarının dolandırılmasına yönelik cezai yaptırımlar.
- Başlık IX- Beyaz Yaka Suçları ile İlgili Cezaların Geliştirilmesi. Bu bölüm, mali tabloların manipüle edilmesi ve değiştirilmesi, dolandırıcılık suçları işlemeye teşebbüs ve komplolar, posta ve elektronik dolandırıcılık konusunda cezai yaptırımlar, 1974 Çalışanların Emeklilik Gelir Güvenliği Yasası ihlalleri için

cezalar ve belirli beyaz yaka suçlarıyla ilgili ceza yönergeleri konularını içermektedir.

- Başlık X- Kurumlar Vergisi Beyannameleri. Bu bölüm, bir şirket CEO'sunun hükümete sunulan şirket vergi beyannamesini imzalaması gerektiğini ifade etmektedir.
- Başlık XI- Kurumsal Dolandırıcılık ve Sorumluluk. Bu bölüm aşağıdaki konularla ilgili yeni değişiklikleri açıklamaktadır; bir kaydı tahrif etme veya başka bir şekilde resmi bir işlemi engelleme, Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu için geçici dondurma yetkisi, Federal Hüküm Yönergelerinde yapılan değişiklikler, Komisyonun kişilerin memur veya yönetici olarak görev yapmasını yasaklama yetkisi, 1934 Menkul Kıymetler Borsası Yasası uyarınca cezaların artırılması ve ihbarcılara karşı misilleme cezası.

SOX yasası ABD'deki en kapsamlı şirketler hukuku olmasına rağmen akademisyenler, profesyoneller ve kamuoyu tarafından bazı eleştirilere maruz kalmıştır. Boamah (2020) şunları belirtmiştir; SOX, "herkese uyan tek beden" fikrini savunur ve şirketlerin ve endüstrilerin kişisel özelliklerini ve koşullarını göz ardı etmektedir. SOX ile uyumluluğun maliyeti de çok yüksek ve zaman alıcıdır. O, ayrıca SOX'un kurulları ve yönetimleri kurumsal eylemden ziyade uyumluluğa daha fazla odaklanmaya zorladığını belirtmiştir. Bununla birlikte, Turnacıgil (2018), hem firmaların altyapılarının SOX ile uyumlu hale getirilmesine hem de denetime yapılan aşırı harcamanın, firmalara çeşitli açılardan büyük bir mali yük getirdiğine vurgu yapmıştır. Ayrıca, yabancı firmaların da yıllık raporlarında kurumsal yönetim uygulamalarını firmanın resmi dili olmayan İngilizce olarak açıklamaları gerekmektedir ve bu da finansal raporlama maliyetini artırmaktadır.

Bununla birlikte, birçok ülke, özellikle gelişmekte olan ülkeler, kurumsal yönetim kodlarını ve düzenlemelerini belirlerken SOX'un kapsayıcılığı nedeniyle bu kanunu temel olarak kullanmaktadır. Öte yandan 2008/2009 ipotek krizi, yasanın kapsamlılığının yeterli olmadığını göstermiştir. 2008/2009 finansal krizinin birçok nedenleri olmakla birlikte, bariz nedenlerin başında yönetim ve yöneticiler tarafından ahlaki tehlike, muhasebe sahtekarlığı, kötüye kullanılacak düzenlemeler ve standartlar vb.gelmektedir (Yeğen, 2016).

2.4.7 OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri

OECD İlkeleri, dünya çapında sık sık yaşanan kurumsal skandalların bir sonucu olarak ortaya çıkarmıştır. OECD kurumsal yönetim ilkeleri, hükümetler tarafından onaylanan ilk uluslararası kurumsal yönetim ilkeleri olarak kabul edilmektedir (Ranti, 2011). 1997 Asya piyasa krizi, 1998 yılında OECD üye devletlerinin konferansının gündemi haline gelen kurumsal yönetimle ilgili sorunları ortaya çıkarmıştır. OECD'nin kurumsal yönetim ilkelerinin ilk seti, üye ülkeler için kurumsal yönetime ilişkin bir dizi standart, yönerge ve/veya ilke geliştirme talebine yanıt olarak 27-28 Nisan 1998 tarihli OECD Konferans Konseyi Toplantısında oluşturulmuştur. İlkelerin oluşturulmasına yönelik çalışma, Rusya, Asya, Güneydoğu Avrupa, Latin Amerika ve Avrupa'da bölgesel kurumsal yönetim yuvarlak masa toplantıları ile OECD Küresel Kurumsal Yönetim Forumu ve OECD dışı diğer ülkelerle işbirliği içinde gerçekleştirilmiştir. Dünya Bankası'nın bir iştiraki olan Uluslararası Finans Kurumu ve OECD ile ortaklaşa kurulan Küresel Kurumsal Yönetim Forumu, kurumsal yönetim konusunda bir dizi çalışma gerçekleştirdi. OECD kurumsal yönetim ilkeleri, iş camiası, yatırımcılar, ulusal ve uluslararası düzeydeki meslek birlikleri, sendikalar, sivil toplum kuruluşları ve uluslararası standart belirleyici kuruluşlar gibi birçok ilgili tarafın görüşlerine başvurularak oluşturulmuştur. Çalışma ilk olarak borsada işlem gören şirketlere yönelik ilkelerin geliştirilmesine odaklanmıştır (Kılıç, 2009). Bu nedenle, OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri, iyi kurumsal yönetimin temel bileşenlerini geliştirmek için bir hükümetler arası kuruluş tarafından yapılan ilk çalışmadır. İlkeler, Finansal İstikrar Forumu'nun finansal istikrar için gerekli 12 maddesinden biri olarak kabul edilmiştir (Karayel, 2011).

OECD ilkeleri, kurumlar politikasının desteği ile tasarlanmıştır. OECD'nin politikaları; mümkün olan en yüksek sürdürülebilir ekonomik büyüme ve istihdamın elde edilmesi, üye devletlerin yaşam standartlarının yükseltilmesi, ülkelerde finansal istikrarın sağlanması ve böylece dünya ekonomisinin büyümesine ve gelişmesine katkıda bulunulması konularını desteklemek için hazırlanmıştır. OECD, şirketler öncelikli olarak yabancı yatırıma güvenmeseler bile, iyi kurumsal yönetim uygulamasının yatırımcıların güvenini artırmaya, sermaye maliyetini düşürmeye, verimli finansal piyasaları kolaylaştırmaya ve zamanı geldiğinde istikrarlı finansman kaynakları

sağlamaya yardımcı olacağını öngörmüştür. Bu amaçla, kurumsal yönetime ilişkin OECD ilkeleri oluşturulmuştur. İlkeler, 1999 yılında OECD Bakanları tarafından onaylandı ve o zamandan beri politika yapımcılar, şirketler, hissedarlar ve diğer paydaşlar için uluslararası bir ölçüt haline gelmiştir. Bu ilkeler, hem OECD hem de OECD dışı ülkelerdeki yasama kurumları ve düzenleyici kurumlar için önemli bir yol göstericidir (OECD, 1999).

İlkeler isteğe bağlıdır, dolayısıyla mevzuat değildir ve ulusal mevzuat için ayrıntılı yönergeler önermek için yapılmamıştır. Aksine, amacı üye ve üye olmayan devletler için bir referans noktası olarak hizmet etmektir (OECD, 2004). İlkeler zaman zaman revizyon gerektirebilir, bu nedenle; küresel ekonomideki önemli değişiklikler ışığında gözden geçirilirler. İlkeler 2004 yılında ve son olarak 2015 yılında gözden geçirilmiştir. OECD Konsey Toplantısı 2002 yılında Bakanlar düzeyinde OECD ülkelerindeki yeni gelişmeleri incelemek ve ilkeleri kurumsal yönetimdeki yeni gelişmeler doğrultusunda değerlendirmek ve güncellemek konusunda karar almıştır. Dolayısıyla Kurumsal Yönetim Yönlendirme Grubu, Dünya Bankası, Uluslararası Ödemeler Bankası (BIS) ve Uluslararası Para Fonu'nun (IMF) dahil olduğu grubun grup gözlemcisi olarak atanmıştır. İlkeler 2003'te revize edildi ve revize edilen ilkeler 2004'te yayınlandı. Revizyon sırasında OECD, üye ülkelerde hangi kurumsal yönetim sorunlarının mevcut olduğunu belirlemek için bölgesel yuvarlak masa toplantıları düzenlemiştir. Ardından, reform yapılması gereken öncelikli alanların ve reformların nasıl geliştirilip uygulanması gerektiğini belirten Beyaz Kitaplar yayınlanmıştır (Banda, 2013). Önceki beş (5) ilke altı kurumsal yönetim ilkesi olarak güncellendi. İlkeler; özlü, anlaşılır ve uluslararası topluluğa kolayca ulaşılır şekildedir. Ayrıca, bu ilkeler, daha ayrıntılı kurumsal yönetim kuralları oluşturma çabalarında hükümet, yasama kurumları veya herhangi bir özel sektör girişimi için bir alternatif olarak tasarlanmamıştır. Bu nedenle, hükümetler ve piyasa katılımcıları, kendilerine özgü çevresel faktörleri, maliyetleri ve kurumsal yönetim düzenlemelerinin faydalarını göz önünde bulundurarak, kendi kurumsal yönetim ilkelerini geliştirirken bu ilkelerin nasıl uygulanacağını seçme gücüne sahiptir (OECD, 2004). 2004 yılındaki kurumsal yönetimin revize edilmiş OECD ilkeleri şunlardır:

- Etkin bir Kurumsal Yönetim Çerçevesi için temel sağlamak: Bu ilke, bir hükümet, yarı-hükümet, endüstri veya şirketin geliştirdiği herhangi bir kurumsal yönetim düzenlemesinin veya yasaının şeffaf ve verimli bir piyasayı teşvik etmesini, hukukun üstünlüğünü takip etmesini ve çeşitli denetleyici, düzenleyici ve icra makamları arasındaki sorumlulukların dağılımının açık bir şekilde açıklamasını önermektedir. İlke ayrıca kurumsal yönetim düzenlemelerinin geliştirilmesinin piyasanın bütünlüğüne, şeffaf verimli piyasaların teşvik edilmesine ve piyasa katılımcılarına sağlanan faydalara ve genel ekonomik performansa odaklanması gerektiğini belirlemektedir.
- Pay Sahiplerinin Hakları ve Kilit Sahiplik Fonksiyonları: Bu ilke, herhangi bir ekonomideki kurumsal yönetim düzenlemelerinin yatırımcıların haklarını korumasını ve bu hakların kullanım sürecini kolaylaştırmasını önermektedir. Temel hissedar haklarına şunlar dahildir; Mülkiyet tescil yöntemlerini alma hakkı, payların ve diğer menkul kıymetlerin mülkiyetini devretme hakkı, şirket hakkında düzenli ve önemli bilgileri zamanında alma hakkı, genel kurul toplantılarına katılma ve oy kullanma hakkı, yönetim kurulu üyelerini seçme ve görevden alma hakkı, şirketin kârının dağıtımına katılma hakkı, her türlü katılma ve şirketteki temel değişiklikler ve kararlar hakkında yeterince bilgi sahibi olma hakkı. Pay sahibi ayrıca açıklanması gereken herhangi bir konuda yönetim kuruluna her zaman soru sorabilmeli, genel kurul toplantılarına bizzat katılıp oy kullanabilmeli veya vekil tayin edebilmelidir. İşlemler, pay sahipliği sınıfına göre tüm yatırımcıların haklarını koruyan şeffaf ve adil fiyatlarla gerçekleştirilmelidir. Yönetimin ve yönetim kurulunun hesap verebilirliğini önlemek için devralma karşıtı önlemler kullanılmamalıdır. Kurumsal hissedarlar ve bireysel azınlık hissedarlarından ibaret yatırımcıların, temel haklarına ilişkin konularda birbirleriyle görüşmelerine ve haklarının kötüye kullanıldığı durumlarda tazminat talep etmelerine izin verilmelidir.
- Hissedarlara Adil Muamele: Kurumsal yönetim düzenlemeleri, azınlık ve yabancı hissedarlar da dahil olmak üzere tüm hissedar sınıflarına eşit ve adil muameleyi sağlamalıdır. Gerektiğinde tüm hissedarlar etkin yasal koruma elde edebilmelidir. Benzer bir hissedar sınıfının tüm yatırımcılarına benzer şekilde muamele edilmelidir. Azınlık hissedarları, doğrudan veya zımnen hareket eden

hakim hissedarlar tarafından veya bu hissedarlar için meşru bir endişe ışığında baskıcı faaliyetlerden korunmalı ve azınlık hissedarları etkili ve güçlü tazminat yöntemlerine sahip olmalıdır. Ülkeler arası oylamanın önündeki engeller kaldırılmalıdır. İçeriden bilgi ticareti ve istismar amaçlı kendi çıkarına ticaret yasa dışı olmalıdır.

- Kurumsal yönetimde Pay Sahiplerinin Rolü: Kurumsal yönetimin düzenleyici çerçevesi, pay sahiplerinin kanunla veya karşılıklı sözleşmeyle tesis edilen haklarını kabul etmelidir. Düzenleyici çerçeve aynı zamanda şirketler ve paydaşları arasında aşağıdakilerin oluşturulması yoluyla etkin işbirliğini kolaylaştırmalıdır; zenginlik, istihdam ve şirketin sürdürülebilirliği. Pay sahipleri, haklarının ihlali durumunda etkili bir tazminat alma fırsatına sahip olmalıdır. Paydaşlar ayrıca düzenli olarak zamanında, ilgili, yeterli, tatmin edici ve güvenilir bilgilere erişebilmelidir. Pay sahipleri hukuka aykırı, ahlaka aykırı veya etik olmayan uygulamalara ilişkin şikâyetlerini şirketin yönetim kuruluna serbestçe iletebilmeli ve bu konuda haklarından ödün verilmemelidir.
- Açıklama ve Şeffaflık: Kurumsal yönetimin düzenleyici çerçevesi, şirketin parasal durumu, mali durumu, mali performansı, hissedarlık yapısı ve kurumsal yönetimi de dahil olmak üzere, şirketle ilgili tüm önemli konularda zamanında, ideal, kesin ve doğru açıklamanın yapılmasını sağlamalıdır. Şirketin yıllık raporunda şirketin ücretlendirme politikaları, eğitim ve deneyimler, yönetim kurulu seçim süreci, diğer şirketlerle bağlantılar ve bağımsız olup olmadıkları dahil olmak üzere yönetim kurulu üyeleri ve kilit yöneticilerle ilgili bilgiler açıklanmalıdır. Finansal raporlama da yüksek kaliteli muhasebe standartlarına uygun olarak hazırlanmalı ve açıklanmalı ve hem önemli finansal hem de finansal olmayan bilgileri içermelidir. Zamanında bilgi de eşit, adil ve uygun maliyetli bir şekilde sağlanmalıdır.
- Yönetim Kurulunun Sorumlulukları: Kurumsal yönetimin düzenleme çerçevesi, yönetim kurulunun şirketin stratejik yönüne rehberlik etmesini, firmanın yönetimini etkin bir şekilde izlemesini ve yönetim kurulunun firmanın hissedarlarına karşı sorumlu olmasını sağlamalıdır. Düzenleme çerçevesi ayrıca, yönetim kurulu üyelerinin karar vermede etkin ve ilgili bilgilere sahip olmalarını, gerekli özeni göstererek iyi niyetle ve her şeyden önce şirketin ve

hissedarlarının çıkarları doğrultusunda hareket etmelerini sağlamalıdır. Kurul ayrıca kilit yöneticilerin uygun ve zamanında değiştirilmesini sağlamalı ve CEO'nun halefiyet planlamasını denetlemeli, şirket varlıklarının kötüye kullanılması ve ilgili taraf işlemlerinin istismarı dahil olmak üzere yönetimin, direktörlerin ve hissedarların olası çıkar çatışmalarını izlemeli ve yönetmelidir. Kurul ayrıca işbölümünü ve uzmanlaşmayı kolaylaştırmak için komiteler kurmalıdır. Kurulan komitelerin yetkileri, oluşumları ve konuşmaları açıkça tanımlanmalı ve yönetim kurulu tarafından şeffaf bir şekilde açıklanmalıdır (OECD, 2004).

2015 yılında, kurumsal dünyadaki gelişmelere paralel olarak ilkeler revize edilerek yeniden güncellenmiştir. Revizyon, G20 ülkelerinden oluşan G20/OECD Kurumsal Yönetim Forumu, OECD üye ülkeleri, Basel Komitesi, Finansal İstikrar Kurulu (FSB) ve Dünya Bankası tarafından gerçekleştirilmiştir. Çalışma ekonomik verimliliği, sürdürülebilir büyümeyi ve finansal istikrarı teşvik etmek için yapılmıştır (OECD, 2015). İlkelerin ilk taslağı Nisan 2015'te forum tarafından tartışıldı, ardından 8 Temmuz 2015'te OECD Konseyi İlkeleri kabul etti ve 15-16 Kasım 2015 tarihlerinde önerilen güncellenmiş ilkeler G20/OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri olarak onaylanmakla Antalya'da gerçekleşmiş olan G20 Liderler Zirvesi'de sunulmuştur. Revize edilmiş ilkeler, politika yapıcılara kurumsal yönetim için yasal, düzenleyici ve kurumsal çerçeveyi değerlendirme ve iyileştirme konusunda yardımcı olmak için yayınlanmıştır (OECD, 2015). Güncellenen ilkelerde 2004 yılının birinci ve dördüncü ilkelerinin adı ve içeriği değişmeden kalmış ancak kalan ilkeler aşağıdaki şekilde güncellenmiştir:

- 2004 yılının ikinci ilkesi ve üçüncü ilkesi birleştirilmiş ve 2015 yılının ikinci ilkesi olarak "Pay Sahiplerinin Hakları ve Adil Muamele ve Kilit Sahiplik Fonksiyonları" (OECD, 2015:18) şeklinde güncellenmiştir. Bu ilke, kurumsal yönetim çerçevesinin, hissedar haklarının uygulanmasını gözetmesi ve teşvik etmesi ve azınlık ve yabancı hissedarlar da dahil olmak üzere tüm hissedarlara adil eşit muamele edilmesini sağlaması gerektiğini belirtmektedir. Tüm hissedarlar, haklarının ihlali durumunda etkili bir tazminat alma fırsatına sahip olmalıdır.
- Üçüncü ilke Kurumsal Yatırımcılar, Borsalar ve Diğer Aracılar başlığı altındadır: Bu ilke, kurumsal yönetim çerçevesinin sadece şirkete değil, yatırım

zincirinde yer alan tüm taraflara iyi teşvikler sağlayacak şekilde oluşturulmasını önermektedir. Bu ilke aynı zamanda, bir ekonomide iyi kurumsal yönetimi teşvik etmek için menkul kıymetler borsasını tamamlamalıdır. Kurumsal hissedarlar, oy haklarının kullanımına ilişkin kurumsal yönetim gündemlerini ve oy politikalarını da açıklamalıdır. Kurumsal hissedarların, yatırımlarıyla ilgili temel mülkiyet haklarının kullanımını etkileyebilecek çıkar çatışmalarını nasıl yönettiklerini de açıklamaları gerekmektedir. Kurumsal yönetimin düzenleyici çerçevesi, mevcut ve potansiyel hissedarların kararlarını etkileyen danışmanlar, borsacılar, analistler, derecelendirme kuruluşları ve diğer kurumların, tavsiyelerinin veya analizlerinin doğruluğunu ve güvenilirliğini tehlikeye atabilecek çıkar çatışmalarını ifşa etmelerini ve en aza indirmelerini şart koşmalıdır. Bu ilke ayrıca, piyasada ikincil olarak işlem gören şirketlerin hangi kurumsal yönetim düzenlemelerini izlediklerini ve uyguladıklarını açıklamalarını da şart koşmaktadır. İlke bunlarla birlikte etkin kurumsal ilkenin, kurumsal yönetim düzenlemelerinin, hissedarların piyasa ile ilgili bilgilerini şirketlerin beklentileri ve performansına ilişkin bilgileriyle karşılaştırarak yatırımlarını izleyebilecekleri ve değerlendirebilecekleri bir ortamı teşvik etmesi gerektiğini de öngörmektedir.

- Beşinci ilke, 2004 yılındaki beşinci OECD kurumsal yönetim ilkesi olan “Açıklama ve Şeffaflık” başlığını taşımaktadır. Ancak bu ilkeye yeni öneriler eklenip bazı sorunları güncellenmiştir. Bu öneriler şunlardır;
 - ❖ Öngörülebilir Risk Faktörleri: Beşinci ilkede, kurumsal yönetim düzenleyici çerçevesinin, şirketlerin finansal raporlarının kullanıcılarına; sanayi ile ilgili riskler, firmanın faaliyet gösterdiği coğrafi alanla ilgili riskler, emtialarla ilgili riskler, finansal ve piyasa riskleri, türevler ve bilanço dışı işlemlerle ilgili riskler ve iş ortamıyla ilgili riskler konusunda ilgili, makul, öngörülebilir ve güvenilir bilgiler sunabildiği bir ortamı oluşturması gerektiği ifade edilmiştir.
 - ❖ Çalışanlara ve Diğer Paydaşlara İlişkin Hususlar: İlke, şirketlerin çalışanları veya diğer önemli paydaşları hakkında şirketin performansını etkileyebilecek veya paydaşların

refahını etkileyebilecek önemli bilgileri açıklamaya teşvik edilmesi gerektiğini de belirtmektedir. İlke, gerektiğinde bu önerinin zorunlu hale getirilebileceğini de ifade etmektedir.

- Altıncı ilke aynı zamanda 2004 yılındaki altıncı OECD kurumsal yönetim ilkesi olan “Yönetim Kurulunun Sorumluluğu” ile aynı adı taşımaktadır. Ancak, bu ilkeye yeni öneriler eklenmiş ve bazı sorunlar güncellenmiştir. Bu öneriler şunlardır;

Yönetim kurulunun etkin ve verimli çalışması için gerekli olan denetim komitesi, risk komitesi, ücret komitesi ve diğer komitelerin oluşturulması ve komitelerin yapısı, görüşmeleri, faaliyeti ve komitenin icra tarzının yönetim kurulu tarafından şeffaf bir şekilde açıklanması. İlke ayrıca şirketlerin yönetim kurullarının zaman zaman performans değerlendirmeleri yapmasını, kendi bileşimini ve yeterliliğini değerlendirmesini tavsiye etmektedir. Bununla birlikte ilke, çalışanların şirket yönetim kurullarında temsil edilmesinin zorunlu olduğu bir ülkede; çalışan temsilcilerine, yönetim kuruluna değer katabilmeleri ve ayrıca firma hedefine ulaşılmasına yardımcı olabilmeleri için uygun eğitim ve bilgi verilmesi gerektiğine de vurgu yapmaktadır (OECD, 2015).

Hemen hemen her kıtada bulunan OECD üyelerinin geniş kapsamı ve coğrafi konumu ve bu ilkelerin oluşturulmasında yer alan istişare süreci, OECD ilkelerinin, kurumsal yönetim sorunlarının üstesinden gelmek için doğru yaklaşıma ilişkin olarak uluslararası ekonominin görüşlerini yansıttığını göstermektedir (Melyoki, 2005).

2.4.8 Güney Afrika Ülkesi’nin King Raporları

İrkçilik sistemin olan ‘*Apartheid*’ sona ermesinin Güney Afrika Ülkesi’ndeki ilk demokratik seçimle birleşmesinin ardından, Güney Afrika Ülkesi’ndeki şirket ve profesyonel kuruluşlarının birleşmelerinde bir artışa yaşanmaya başlamıştır. Bu nedenle, bu dönemde, Güney Afrika Ülkesi’nde şirketlerin nasıl çalışması ve düzgün bir şekilde yönetilmesi gerektiğine dair yönergelere duyulan ihtiyacı önem kazanmaya başlamıştır (Gstraunthaler, 2010). Sonuç olarak, 1992’de, Güney Afrika Yönetim Enstitüsü, kapsamlı bir kurumsal yönetim yasası tasarlamayı ve Güney Afrika Ülkesi siyasi sistemindeki değişikliklerin bir sonucu olarak dönüşüm ve olumlu eylemle ilgili sorunları ele almayı amaçlayan bir komite oluşturdu. Komiteye emekli bir yargıç olan

Mervyn King başkanlık yapmaktaydı. Komitenin çalışmaları sonucunda yayınlanan rapora, komite başkanının adını taşıyan King Raporu adı verilmiştir. Komite, ilk raporunu 1994'te yayınlamıştır. Rapor o zamandan beri gözden geçirilerek 2002'nin King Raporu II, 2009'un King Raporu III ve 2016'nın King Raporu IV olarak güncellendi.

King Raporların kuralları doğası gereği yasal değildir, bu nedenle zorunlu olmayıp ayrıca 'uy veya açıkla' yaklaşımını da kullanmaktadır. King Raporları, gelişmekte olan bir ekonomi tarafından yayınlanan en kapsamlı kurumsal yönetim kuralları olarak kabul edilmektedir. Bu kural, dünya çapında gelişmekte olan bir ülke tarafından yayınlanan ilk kurumsal yönetim kurallarıdır (IOD, 2004). Afrikanın neredeyse tüm Ortak Hukuk ülkeleri, kurumsal yönetimin en iyi uygulama kurallarını geliştirirken King Raporların en iyi uygulama kuralları olarak takip etmiş veya kullanmıştır (Munisi ve Rando, 2013). King I dışındaki King Raporları, diğer gelişmiş ülkelerin raporlarından, yasalarından ve kurumsal yönetim ilkelerinden türetilmiştir. Gstraunthaler (2010), King Raporlarının gelişimini analiz ederken, raporların Birleşik Krallık, ABD, OECD ve CACG gibi gelişmiş ülkelere gelen kurumsal yönetimin en iyi uygulamalarına ilişkin önceki raporları yansıttığı gerçeğini atlamamanın zor olduğunu belirtmiştir. O, ayrıca, Cadbury raporunun başkanı olan Sir Adriane Cadbury'nin, King komitesinin adını değiştirmek veya King komitesi olarak sürdürmek konusunda tavsiye almak için bile iletişime geçtiğini belirtmiştir. Afolabi (2015), Güney Afrika Ülkesi'ndeki kurumsal yönetimin kurumsal çerçevesinin OECD kurumsal yönetim ilkelerinden türetildiğini açıklamaktadır. King Raporu III'ün ön beyanında da, Birleşik Devletler Sarbanes-Oxley Yasası'nın bazı mevzuatına atıfta bulunduğu görülmektedir (King, 2009).

King Raporu I, Johannesburg Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören tüm şirketler, 1992 Güney Afrika Kamu Tüzel Kişiler Yasası ile tanımlanan büyük kamu kuruluşları, bankalar ve 1992 Güney Afrika Finansal Hizmetler Yasası tarafından tanımlanan diğer finansal kurumlar için geçerliydi. Bununla birlikte, diğer firmalar da yasa benimsenmeye teşvik edilse de yasa listede yer alan şirketler için bile hala gönüllüydü (Masunda, 2013). King Raporu I, bir şirketteki kurumsal yönetimin ana mekanizması olarak yönetim kurulunu merkeze almaktadır. Rapor kurumsal yönetim ile ilgili aşağıdaki konuları kapsar:

- Yönetim Kurulu yetkisi ve oluşumu: Burada; kurulun oluşumu ve görevi, icracı olmayan yöneticilerin rolü, yönetim kurulunun bağımsızlığı ve icracı olmayan yöneticilerin niteliklerine ilişkin tavsiyeler dahildir.
- Yönetim Kurulu atamaları: Kurula aday gösterilmesi ve icra direktörlerinin görev süresi ile ilgili tavsiyeleri içermektedir.
- Yönetim Kurulu Ödemesi: Bu, hem icracı hem de icracı olmayan yöneticiler için uygun ödemenin nasıl belirleneceğine ilişkin tavsiyelerin yanı sıra, yönetici ücretlerinin şeffaf bir şekilde açıklanmasına ilişkin tavsiyeleri içerir.
- Yönetim kurulu toplantılarının sıklığına ilişkin tavsiyeler.
- Yıllık raporda tam ve şeffaf bilgilendirmeye ilişkin tavsiyeler.
- Etkin denetim için gerekliliklere ilişkin tavsiyeler.
- Olumlu faaliyet programlarına ilişkin tavsiyeler ve
- Şirketin etik kurallarına uyma ve bu kuralları geliştirme ile ilgili tavsiyeler.

2002 yılında komite bir araya gelerek Güney Afrika Ülkesi ekonomisindeki son küresel gelişme ve değişiklikler doğrultusunda yasaları gözden geçirmişti. Güney Afrika Ülkesi'nde iş kanunlarında değişiklikler, muhasebe standartlarında iyileştirmeler ve iş ortamında başka değişiklikler olmuştur (Makiwane, 2013). Komitenin toplantısı sonucu, günümüzdeki King Raporu II olarak bilinen rapor ortaya çıkmıştı. King Raporu II, kurumsal yönetimin en iyi uygulama yasası olarak 26 Mart 2002'de Johannesburg'daki Sandton Kongre Merkezi'ndeki Yönetim Enstitüsü Konferansı'nda sunulmuştu. King Raporu II uygulaması Güney Afrika Ülkesi'ndeki ulusal, bölgesel ve yerel yönetimleri kapsayacak şekilde genişletilmişti (King, 2002). Bu raporun uygulanabilir kurumlar aşağıdakileri kapsamaktadır; eyalet veya ulusal düzeydeki departmanlar, il veya yerel yönetim idaresi, mahkemeler veya adli makamlar hariç olmak üzere, anayasa veya herhangi bir mevzuat uyarınca kamu kurumu veya memuru. King Raporu II, küresel kurumsal yönetim yaklaşımından ziyade Güney Afrika Ülkesi'nin benzersiz ortamına daha fazla odaklanmaktadır, bu nedenle rapor, Güney Afrika Ülkesi'nin yerel iş kültürünü bütünleştirmektedir (Gstraunthaler, 2010). King Raporu II, iyi finansal uygulama, sosyal, etik ve çevresel korumanın temel ilkelerine önemli ölçüde önem vermektedir (Mubwandarikwa, 2013).

King Raporu II, iyi kurumsal yönetimin çeşitli mekanizmalarını ve özelliklerini King Raporu I'den daha iyi belirtmektedir. Bu rapora göre, iyi kurumsal yönetim sadece

yönetim kuruluna değil, raporlamaya da bağlıdır (King, 2002). King Raporu II, daha fazla paydaşın katılımını açıklamaktadır. Rapor, King Raporu I'deki hissedar odaklı bir modelden yönetim kurulu sorumluluğunun şirkete bir bütün olarak hizmet etmek olduğunu belirten bir modele geçiş yapmaktadır. Bununla birlikte, modelin yönetim kurullarından tüm paydaşlara hesap vermesini isteme görüşü, yönetim kurulunun hiç kimseye hesap vermemesiyle sonuçlandığından, rapor Paydaş Modelini reddetmesine dair bir feragatname yayınlamıştır (King, 2002).

King Raporu II, şirketlere denetim, risk, aday gösterme ve ücretlendirme komiteleri kurmalarını tavsiye etmekle birlikte ayrıca tüm şirketlere yazılı etik kurallar hazırlamalarını önermektedir. Kuralların içeriği aşağıdaki bölümleri içermektedir; direktörler ve sorumlulukları, risk yönetimi, iç denetim, entegre edilmiş sürdürülebilirlik raporlaması, muhasebe ve denetim, kuralların uygunluğu ve uygulanması. King Raporu II, aşağıdakilerin anlamlarına ilişkin daha fazla açıklama sağlamaktadır:

- Disiplin: Rapor, disiplini, bir şirketin üst düzey yönetiminin iş etiği ve kurumsal yönetim tavsiyelerine uyma taahhüdü olarak tanımlar.
- Şeffaflık: Bu, bir şirketin işlem ve operasyonlarının paydaşlar tarafından anlamlı bir analizini yapmak için kullanılacak finansal ve finansal olmayan bilgilere kolay erişim oluğunu ifade etmiştir.
- Yönetim Kurulu Bağımsızlığı: Yönetim Kurulu bağımsızlığı, yönetim ve hissedarlar arasında ortaya çıkabilecek olası çıkar çatışmalarını en aza indirmek veya caydırmak için yönetim kurulunda bulunan yöneticilerin varlığıdır. Bu bağımsız yöneticiler özerk olmalı ve ne hissedarların ne de yönetimin parçası olmamalıdır.
- Hesap Verebilirlik: Bu, bir firmadaki bireylerin ve grupların belirli konularda kararlar aldıkları veya eylemlerde buldukları ve kararlarının veya eylemlerinin sorumluluğunu üstlendikleri, dolayısıyla hesap verebilir ve sorumlu oldukları bir süreçtir.
- Sorumluluk: Bu, yönetimin ve/veya yönetim kurullarının, yanlış yönetim ve suistimal durumunda düzeltici eylemlere ve disiplin prosedürlerine izin veren davranışı ile ilgilidir.

- Adillik: Başta azınlık hissedarları olmak üzere şirketin tüm paydaşlarını dikkate alan dengeli bir sistemin varlığıdır.
- Sosyal sorumluluk: Şirketin etik standartlara bağlı kalarak sosyal konularda topluma hesap vermek ve yardım sağlamak suretiyle yönetilmesidir.

King Komitesi başkanı Mervin King, halka açık bir röportajda, 2002 tarihli King Raporu II'nin şirketlere sürdürülebilirlik raporunu açıklamalarını tavsiye etmesine rağmen, şartın biraz belirsiz olduğunu ve bu nedenle şirketlerin sürdürülebilirlik raporunu yıllık raporlara entegre etmek yerine ayrı olarak açıklamalarını, dolayısıyla King Raporu II'nin revize edilmesi gerektiğini belirtmiştir (Masunda, 2013). Bunun dışında 2008 tarihli Güney Afrika Şirketler Yasası'nın denetim ve denetim komiteleri, uyumluluk, bilgi teknolojisi ve paydaş ilişkileri ile ilgili konulara yönelik yaptığı değişiklik, King Raporu II'nin daha fazla gözden geçirilmesi ihtiyacını doğurmaktadır.

King Komitesi 2009'da King Raporunun en iyi uygulama kurallarını tekrar gözden geçirerek Eylül 2009'da raporun o zamanki en son versiyonunu açıkladı ve King Raporu III Mart 2010'da yürürlüğe girdi. King Raporu'nun bu versiyonunda sürdürülebilirlik, yönetim ve stratejinin şirketlerin yıllık raporuna entegre edilmesi tavsiye edilmektedir. Bu nedenle King Raporu III, şirketlere Yıllık Rapor ve Hesaplar yerine yıllık olarak Entegre Yıllık Rapor hazırlamasını tavsiye etmektedir. King Raporu III ayrıca, entegre yıllık raporun sürdürülebilirlik bölümünün Küresel Raporlama Girişimi'nin Sürdürülebilirlik Raporlama yönergesine göre hazırlanmasını ve sunulmasını tavsiye etmektedir (King, 2009). King Raporu III, doğası gereği “uy ya da açıkla” yaklaşımını gönüllü olarak sürdürse de “uygula ya da açıkla” (apply or explain) yaklaşımı ayarındadır. Bu, King Raporu III'ün öncekilerden daha yumuşak bir yaklaşım benimsediğini göstermektedir. Ancak, raporların önceki versiyonunun aksine, King Raporu, özel, kamu veya kar amacı gütmeyen her türlü firma ve tüzel kişiler için geçerlidir. King Raporu III, şirketleri daha geniş bir çevrenin parçası ve parseli olarak görmektedir, bu nedenle sürdürülebilir bir şekilde hareket etmek şirketlerin görevidir. King raporu III, aşağıdakilerle ilgili yeni tavsiyeler içermektedir; liderlik, sürdürülebilirlik, kurumsal vatandaşlık, uyum temelli iç denetim yerine risk temelli iç denetim, Bilgi Teknolojisi yönetimi, iş muafiyeti, birleşme ve devralmalar sırasında yöneticilerin temel görev ve sorumlulukları, sorunları çözmek için alternatif uyuşmazlık çözümü, risk yönetimi ve entegre raporlama ve açıklama. Yukarıda belirtilen faktörlere

ilişkin tavsiyenin uygulanmasının bir şirket için sürdürülebilir bir geleceği garanti edeceği ileri sürülmektedir (Makiwane ve Padia, 2013).

2016 yılında, King komitesi King Raporu III'ü gözden geçirip en son sürüm olan King Raporu IV'e hazırlamıştır. King Raporu IV, Afrika'daki en iyi uygulamaların en kapsamlı kurumsal yönetim kuralı ve dünyanın en iyilerinden biri olarak kabul edilmektedir (Güney Afrika Yönetim Enstitüsü, 2016). Yönetim Enstitüsü'ne (2016) göre, iş ortamında ve bir bütün olarak toplumda, diğerleri arasında yer alan son değişiklikler; finansal istikrarsızlık, iklim değişikliği, hızla artan nüfus artışı, sosyal medyanın şeffaflıktaki artan rolü, hızlı teknolojik gelişmeler, endüstrilerdeki ve iş modellerindeki düzensizlikler, paydaşların artan rolü, finansal kapitalizmden kapsayıcı kapitalizme geçiş, kısa vadeli sermaye piyasalarından uzun vadeli sürdürülebilir sermaye piyasalarına geçiş ve Silo Raporlamadan Entegre Raporlamaya geçiş, King Raporu IV'ün bağlamsal yapı taşlamaktadır. Mervyn King, King Raporu IV'ün King Raporu III'ün güçlü yönleri üzerine kurulduğunu ve bu raporun entegre düşünme, güvence seviyeleri ve Bilgi Teknolojisi yönetimi gibi ortaya çıkan konularla ilgili sorunları çözümlerin daha iyi ve gelişmiş bir yolunu sağladığını belirtmektedir (Boamah, 2020). King Raporu IV, King Raporu III'ten yapısal olarak farklı olsa da, en iyi uygulama kuralları aynı şekilde kalmaktadır. King Raporu IV de isteğe bağlıdır, fakat "uygula veya açıkla" yaklaşım yerine, daha katı olan "uygula ve açıkla" yaklaşımını kullanmaktadır. King Raporu IV'teki kurumsal yönetimin en iyi uygulama kuralları, önceki rapordaki 75'ten King Raporu IV'teki 17'ye önemli ölçüde değiştirildi. King Raporu IV'teki 17 kuralı daha kapsayıcı olmakla birlikte niteliği ve büyüklüğü açısından tüm firma ve kuruluşlar için geçerlidir (Institute of Director South Africa, 2016).

King Raporu IV'te kurumsal yönetimin en iyi uygulama kuralları 11 ana başlık altında sıralanmıştır: liderlik, etik ve kurumsal vatandaşlık, strateji, performans ve raporlama, yönetim yapısı ve delegasyon, yönetimin işlevsel alanları, paydaş ilişkisi, sektör eklerine giriş, belediyeler için ekler, kar amacı gütmeyen kuruluşlar için ekler, emeklilik fonları için ekler, küçük ve orta ölçekli işletmeler için takviyeler, ve devlete ait işletmeler için yerleşim yerleri.

2.5 AFRIKA'DAKİ ORTAK HUKUK ÜLKELERİN KURUMSAL YÖNETİMİN MEVZUAT ORTAMI VE FİRMALARIN FİNANSAL PERFORMANSLARI

Yukarıdaki tartışmadan Afrika'nın Ortak Hukuk ülkelerinde kurumsal yönetimin kurumsal çerçevelerinin formüle edildiği ve gelişmiş ülkelerdeki kurumsal yönetimin baz alınarak türetildiği açıkça görülmektedir. Hatta Afrika'daki kurumsal yönetim düzenlemelerinin en kapsamlı ve ana kaynaklarından biri olan King Raporları bile, bölümlerinin çoğunu gelişmiş ülkelerin kurumsal yönetim raporlarından, yasalarından, mevzuatından ve ilkelerinden türetmekte ve bunlara atıfta bulunmaktadır. Herhangi bir ulusun sosyo-ekonomik gelişimi, finansal kurumlarının ne kadar güçlü olduğuna bağlıdır. Güçlü bir finans kurumu, bir ulusun ekonomisinin büyümesi için iyi bir temel sağlamaktadır (Musah ve Adutwumwa 2020).

Claessens ve Yurtoğlu (2013) kurumsal yönetim ilkelerinin, zayıf yasal korumalarla karakterize edilen ekonomilerde ve iyi kurumsal yönetim ilkelerini nadiren gözden geçiren ve güncelleyen Ortak Hukuk ülkelerinde olduğu gibi kurumsal yatırımcılardan daha güçlü olan doğrudan yabancı yatırıma (DYY) sahip liberalleşmiş ekonomilerde daha sık geliştirildiğini belirtmişlerdir. Afrika'daki doğrudan yabancı yatırım (DYY) son yıllarda artmaktadır. 2014 yılında Afrika, DYY'nin %65'ini oluşturuyordu. 2014 ve 2015 yılları arasında Afrika'daki DYY % 40 artmıştır. 2018'de kıta, DYY'deki küresel düşüşe rağmen toplam DYY girişlerinde yıllık yaklaşık %11 artış kaydetmiştir (Appiah-Kubi. ve diğerleri, 2020). Afrika verileri ve ampirik çalışmalar, DYY'nin daha iyi kurumsal yönetim ve daha iyi açıklama ile ilişkili olduğunu göstermektedir (Waweru, Mangena ve Riro, 2019). Daha sonra kurumsal yönetim, sadece Afrika ülkelerinin değil, hem ülkelerin hem de Afrika Birliği'nin (AU) gündemine girmiştir.

Afrika Birliği, üye ülkelerde kurumsal yönetimi geliştirmeyi savunan, Yeni Ortaklık ve Kalkınma (NEPAD) adlandırılan bir kalkınma vizyonu oluşturmuştur. Vizyon, kurumsal yönetimin Afrika'da sosyal ve ekonomik kalkınmayı sağlamak için ihmal edilmemesi gereken hayati bir konu olduğunu belirtmektedir. NEPAD, Afrika'da kurumsal yönetimin iyileştirilmesi gerektiğini vurgulamaktadır, bu nedenle 2001'de üye devletlerin siyasi ve ekonomik düzeylerdeki faaliyetlerine rehberlik etmek için “iyi yönetim”e yönelik parametreler oluşturdu (Melyoki, 2005). Sonuç olarak, 2002 yılında Afrika Ekonomik Komisyonu “Afrika'da İyi Ekonomik ve Kurumsal Yönetimin

Geliştirilmesine Yönelik İlkeler”i yayınladı. İlkelerin, Afrika Akran Değerlendirme sistemi aracılığıyla Afrika ülkelerinin performansının değerlendirilmesi için bir ölçüt olması amaçlanmıştır (Wanyama, Burton ve Hellier, 2013). Ayrıca, Afrika Birliği Komisyonu, 2014-2023 yılları arasındaki ilk 10 yıllık Uygulama Planında, “istediğimiz Afrika” olarak adlandırdığı şey için yedi hedef belirledi. Planın ilk hedefi, kapsayıcı büyüme ve sürdürülebilir kalkınmaya dayalı müreffeh bir Afrika yaratmakla ilgili olup, üçüncü hedef, Afrika'yı iyi yönetim, demokrasi, insan haklarına saygı, adalet ve hukukun üstünlüğü ile karakterize bir kıta haline getirmektir. Ancak bu hedeflere ulaşmak kolay olmayacak.

Ancak, Afrika'nın Ortak Hukuk ülkelerindeki kurumsal yönetimin durumunu ve finansal performans üzerindeki etkisini daha iyi anlamak için ülkelere ayrı ayrı bakmak gerekir çünkü farklı coğrafi konumlar, kültürler, siyasi ortamlar iyi kurumsal yönetim önlemlerinin uygulanmasının başarısını etkileyebilir (Deflem, 1995; Wayanmaya ve ark. 2009; Adeyoka, 2011).

2.5.1 Botswana'da Kurumsal Yönetim ve Finansal Performansa Genel Bir Bakış

Afrika, hem yerel hem de uluslararası iş camiasında, kıtadaki yatırımların güvenli olduğunu, hesap verebilirlik ve şeffaflık temelinde etkin bir şekilde yönetildiğini garanti etmelidir. Afrika ülkelerinin siyasi sistemleri ve aşırı politika kararları nedeniyle kurumsal yönetim sistemlerini uygulamak için genellikle yeterli donanımına sahip olmamasına rağmen, Afrika Kalkınma Bankası'na (2001) göre, Botswana, iyi ekonomik politikalarla birlikte iyi kurumsal yönetim uygulayan Afrika ülkelerinin iyi bir örneğidir (Chigudu, 2018). Ancak, çoğu ülkede olduğu gibi, Botswana da kurumsal skandallar ve kurumsal başarısızlıkların yaşandığı bir ülkedir. Skandalların çoğu, Botswana'daki kamuya ait şirketlerde veya devlete ait işletmelerde (DAİ'ler) meydana gelmektedir.

Botswana'nın kurumsal yönetim düzenleyici ortamı, Botswana Menkul Kıymetler Borsası ve kuralları, Finansal Raporlama Düzenleme Kurumu, Şirketler Yasası, Muhasebeciler Yasası, Uluslararası Finansal Raporlama Standartları (UFRS), Botswana Bankası, Şirketler Sicili, Sigorta Tescil Kurumu, Emeklilik ve İhtiyat Fonu, Botswana Kamu Görevlileri Emeklilik Fonu (BPOPF), Bankacılık Dışı Mali Kuruluşlar Düzenleme Kurumu (NBFIRA), Botswana Muhasebe Gözetim Kurumu (BAOA),

Botsvana Telekomünikasyon Kurumu ve Botsvana Yeminli Mali Müşavirler Enstitüsü'nden oluşmaktadır (Motshegwa ve diğerleri, 2017).

Botsvana, yukarıda bahsi geçen kaynaklardan kurumsal yönetimin en iyi uygulama kurallarını benimsemiştir. Botsvana Menkul Kıymetler Borsası (BSE), 2013 yılında Kurumsal Yönetimde BSE'nin En İyi Uygulama Kuralları adlı kurumsal yönetimin en iyi uygulama yasasını oluşturmuştur. Kurallar, Sri Lanka Uzman Mali Müşavirler Enstitüsü En İyi Uygulama Kuralları ve King Raporu 2002'den alınan Yönetici Özeti'nin (Botswana Yönetim Enstitüsü, 2013) yardımıyla oluşturulmuştur. Bu yasanın içeriği, borsaya kote şirketlerin yönetim kurulları için daha özenlidir. Borsaya kote şirketlerin BSE En İyi Uygulama Kuralları ile "uy veya açıkla" yaklaşımına uyması gerekmektedir. Bununla birlikte yönetim kurullarına ilişkin tavsiyelerin uygulanması ve uyulması sıkça olmadığını görebilmektedir. Botsvana'daki yönetim kurulu pozisyonları genellikle gönüllü çalışma olarak kabul edilmektedir, bu nedenle, yönetim kurulu üyeleri, yönetim kurulu toplantıları gibi yönetim kurulu faaliyetlerini genellikle ciddiye almamaktadır (Agyei-Mensah, 2017; Motshegwa et al. 2017).

Yüksek kurumsal yönetim standartlarını ve mesleki etiklere bağlılığı teşvik etme görevinin peşinde olan Botsvana Muhasebe Gözetim Kurumu (BAOA), 2016 yılında Botsvana'daki borsada işlem gören şirketleri en iyi kurumsal yönetim modeli olarak Güney Afrika Ülkesi King Raporlarını benimsemeye yönlendirmiştir. Bununla birlikte, BAOA, Botsvana'daki borsada işlem gören şirketlerin, tüm kuralları benimsemeden yalnızca King Raporları'nın minimum gerekliliklerini karşılayan kurumsal yönetim yönünü benimsemelerinin beklendiğini belirtmektedir (Mbekomize, Wally-Dima ve Nametsegang, 2019).

Botsvana'da kurumsal yönetim ile şirketlerin finansal performansı arasındaki ilişkiye ilişkin ampirik çalışmalar çok az olduğu görülmektedir. Ayrıca, kurumsal yönetimin finansal performans üzerindeki etkisine dair yeterli ampirik kanıt bulunmamaktadır. Ancak 2012'de Mollah, Al-Farooque ve Karim, Botsvana'daki şirketlerin mülkiyet yapısı, yönetim kurulu özellikleri ve finansal performansı arasındaki ilişkiyi araştırmışlar, Onlar, 2000'den 2007'ye kadar BSE'ye kayıtlı şirketlerin örneklem olarak analiz etmek için en küçük kareyi (EKK) kullanarak yüksek sahiplik konsantrasyonunun finansal performans üzerinde olumsuz bir etkisi olduğunu, dağınık

mülkiyetin ise finansal performans üzerinde olumlu bir etkisi olduğu sonucuna vardılar. Sathyamoorthi ve diğerleri (2017) ayrıca kurumsal yönetimin Botsvana'da tüketici hizmetleri sektörünün finansal performansı üzerindeki etkisini de incelemişler. Onlar, 2012-2016 yılları arasında kayıtlı şirketlerin verilerini kullanıp bir şirketin yönetim kurulundaki komite sayısı ile ROA ile ölçülen finansal performansı arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki olduğunu bulmuşlardır.

Başka bir çalışmada, Sathyamoorthi ve diğerleri (2017), kurumsal yönetimin, Botsvana'nın tüketici hizmetleri sektöründe borsaya kote şirketlerin işletme sermayesi yönetimi verimliliği üzerindeki etkisini incelemiştir; Onlar, 2012-2017 dönemi için borsada işlem gören altı şirketten oluşan bir örneklemden sekiz kurumsal yönetim önlemi ve yedi işletme sermayesi bileşeni kullandılar. Elde ettikleri sonuçlar, kurumsal yönetim mekanizmalarının işletme sermayesi yönetimi üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğunu ve en yüksek etkinin envanter dönüşüm dönemine yansıdığını göstermektedir.

2.5.2 Gana'da Kurumsal Yönetim ve Finansal Performansa Genel Bir Bakış

Gana, Nijerya'dan sonra Batı Afrika'nın ikinci büyük ekonomisine sahip bir ülke olmakla birlikte Afrika'daki en büyük altın üreticisidir. Gana aynı zamanda dünyanın en büyük ikinci Kakao üreticisidir. Gana, Afrika Birliği'nin Afrika Akran Değerlendirme Mekanizmasına katılan ve bu mekanizmadan geçen ilk ülkedir. Gana Menkul Kıymetler Borsası 1989 yılında kurulmuş olup, 1990 yılı GSE-Kuralları kitabı kapsamında faaliyet göstermektedir. 2013 yılında Gana'daki Küçük ve Orta Ölçekli şirketler için finansman kaynağı olarak Gana Alternatif Borsası da kurulmuştur (ACGN, 2016).

Gana'daki kurumsal yönetimin düzenleyici çerçevesine; 1963 tarihli Şirketler Yasası (madde 179), Gana Menkul Kıymetler Borsası'nın kotasyon düzenlemelerini (1990), Menkul Kıymetler Endüstrisi (Değişiklik) Yasası, (2000) olarak revize edilmiş Menkul Kıymetler Endüstrisi Kanunu 1993, Gana Bankası Banka Dışı Finansal Kurumlar Yasası, (2008) ve Bankacılık ve İhtisas Mevduat Alan Kuruluşlar Yasası 2016 dahildir (Agyei-Mensah, 2017). 2001 yılında, Gana Bankası'nın (2001) performans inceleme raporundan ortaya çıkan şirket skandalı, 2007'de 23 kırsal ve halk bankasının, 2016'da ise 70 halk bankasının kapatılmasına yol açmıştır. Gana Bankası şu anda kırsal bankaların denetçisidir. Daha önce bu görevi, ARB Apex Banka yapmaktaydı. Bu, 2008

tarihli Banka Dışı Finansal Kurumlar Yasası'nın, kırsal bankaları ve diğer banka dışı finans kuruluşlarını düzenleyen 770 sayılı yasa'nın ve daha yakın zamanda Bankacılık ve İhtisas Mevduat Alan Kuruluşlar Yasası 2016 ve Yasa 930'un yürürlüğe girmesine yol açmıştır. Gana Bankası, Gana'daki kırsal bankaları düzenleme konusunda denetim yetkilerinin çoğunu ARB Apex Bank'a devretmiştir (Musah ve Adutwumwa, 2020).

2002 yılında, Gana Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu, ilk kurumsal yönetimin en iyi uygulama kurallarını yayınlamıştır. Bu kurallar 2020 yılında gözden geçirilmiş ve güncellenmiştir. Kurallar isteğe bağlıdır, bu nedenle uyumluluğu benimser veya yaklaşımı açıklamaktadır. Gana Bankası da 2018 yılında Kurumsal Yönetim Direktiflerini yayınlamıştır. Bu direktifler bankalar ve diğer finansal kuruluşlar için zorunlu olmuştur. Gana'da kurumsal yönetimi teşvik etmeye yönelik diğer girişimler arasında; Gana Bankası tarafından 2011 yılında yayınlanan Gana'daki Devlet Menkul Kıymetlerinin Piyasa Yapıcıları için Davranış Kuralları, 2015 yılında Kamu Hizmeti Komisyonu tarafından yayınlanan Gana Kamu Hizmetleri Yönetim Kurulları/Konseylere için Kurumsal Yönetim İlkesi ve 2015 yılında IFC ve İsviçre Ekonomik İşlerden Sorumlu Devlet Sekreteri ile işbirliği içinde Gana için başlatılan Afrika Kurumsal Yönetim Programı yer almaktadır (ACGN, 2016).

Gana'da kurumsal yönetim ve finansal performansla ilgili ampirik çalışmalar da sınırlıdır. Ancak Musah ve Adutwumwa (2021), kurumsal yönetimin Gana'daki kırsal bankaların finansal performansı üzerindeki etkisini incelemiş, 2010'dan 2019'a kadar 10 yıl boyunca 30 kırsal bankanın verilerini analiz etmişlerdir. Onlar yaptıkları analizde; yönetim kurulu bağımsızlığı ile hem ROA hem de ROE arasında, ayrıca yönetim kurulunun büyüklüğü ve ROE arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki olduğu, fakat yönetim kurulundaki cinsiyet çeşitliliği ile hem ROA hem de ROE arasında negatif bir ilişki olduğu sonucuna varmışlardır. Owiredu ve Kwakye (2020), kurumsal yönetimin Gana'daki ticari bankaların finansal performansı üzerindeki etkisini de analiz etmiştir. Örneklenen bankaların 2007-2016 dönemine ait verilerini POLS Random etki modeli kullanarak analiz etmiş ve aşağıdaki sonuca varmışlardır; ROA ve ROE ile ölçülen yönetim kurulu büyüklüğü ile finansal performans arasında önemli bir pozitif ilişki ile birlikte hem ROA hem de ROE ile ölçülen yabancı mülkiyet ile finansal performans arasında pozitif bir ilişki mevcuttur.

2.5.3 Mısır'da Kurumsal Yönetim ve Finansal Performansa Genel Bir Bakış

Mısır, Afrika'da gelişmekte olan önemli pazarlardan biri olup Afrika'yı Asya ve Avrupa'ya bağlayan önemli bir ekonomik merkezdir. Mısır'da kurumsal yönetimin tarihsel gelişimi, hisse senedi piyasalarının kurulmasına kadar izlenebilir. Eskiden Kahire ve İskenderiye Menkul Kıymetler Borsası olarak bilinen Mısır Menkul Kıymetler Borsası, Afrika'nın en eski borsalarından biridir. Şimdiki Mısır Menkul Kıymetler Borsası, 1883'te kurulan İskenderiye piyasası ile 1903'te kurulan Kahire piyasasının birleşimidir (ACGN, 2016).

Mısır'daki kurumsal yönetimin düzenleyici çerçevesi aşağıdaki kanunlar ile yönetilmektedir; 1984 yılında düzenlenen 1981 Şirketler Kanunu, 1991 Kamu İş Sektörü Kanunu, 1991 Özelleştirme Kanunu, 1992 Sermaye Piyasası Kanunu, 1997 Yatırım Kanunu, 1999 Ticaret Kanunu, 2000 Merkezi Mevduat Kanunu, EFSA kuralları olarak da bilinen Sermaye Piyasası Kurulu'nun yönetim kuralı, 2003 yılında Yatırım Bakanlığı tarafından kurulan ve Mısır Yönetim Enstitüsü tarafından yayınlanan özel sektör için 2005 kurumsal yönetim yasası, 2006 yılında Mısır Yönetim Enstitüsü tarafından kamu teşebbüsü sektörü için hazırlanan kurumsal yönetim yasası, 2007 Denetim Komitesi El Kitabı, Basel II ve Mısır Merkez Bankası Kurumsal Yönetim Düzenlemeleri (ACGN, 2016)

Son otuz yılda Mısır ekonomisi, uluslararası ekonomiyle daha fazla bütünleşmeye yol açan önemli hayati değişikliklerle karşılaştı. 2001 yılında, Mısır'ın kurumsal yönetim uygulamalarını OECD kurumsal yönetim ilkeleri ile karşılaştırmak için Dünya Bankası ve Mısır Dış Ticaret Bakanlığı'nın ortak bir projesi yürütülmüştür. Bununla birlikte, Ekim 2005'te Mısır Yönetim Enstitüsü, borsada işlem gören firmalar için bir dizi yönerge ve standart olarak Mısır Kurumsal Yönetim Yasasını yayınlamıştır. Yasa isteğe bağlı olup, 'uy ya da açıkla' yaklaşımını savunmaktadır (Shahwan, 2015). Yasa, Şubat 2011 ve 2016'da değiştirilmiştir. 2012 yılında Mısır Merkez Bankası, 1 Mart 2013'ten itibaren tüm bankalar için gerekli olan 'uy ya da açıkla' yaklaşımını da içeren Kurumsal Yönetim Düzenlemelerini yayınlamıştır (Hafez, 2015). Ancak hem Mısır Kurumsal Yönetim Yasası'nın hem de Kurumsal Yönetim Düzenlemelerinin uygulanması gevşektir. Mevcut çalışmanın analizi sırasında, Mısır'daki çoğu şirketlerin genel müdür (CEO) ve yönetim kurulu başkanı pozisyonlarını ayırmadığı ve borsada işlem gören

şirketlerin finansal işlemleri raporlamada UFRS'yi değil, Mısır Muhasebe Standartlarını uyguladıkları tespit edildi. Mart 2010'da Mısır Menkul Kıymetler Borsası, Standard & Poor's (S&P) ve Mısır Yönetim Enstitüsü ile işbirliği içinde bir kurumsal yönetim ve çevre sürdürülebilirlik endeksini (ESG) geliştirmiştir. Endeks, borsada işlem gören şirketlerin çevre sürdürülebilirliğini ve kurumsal sosyal sorumluluklarını geliştirmeyi amaçlamaktadır.

Mısır'da kurumsal yönetim ve finansal performansla ilgili ampirik çalışmalar az olduğunu ve ülkenin resmi dili Arapça olduğundan çok sayıda çalışma Arapça ile yapılabilmektedir. Fakat, İngilizce olarak az sayıda çalışma bulunabilir. Hafez (2015), 2004-2015 dönemi için 39 ticari bankadan oluşan bir örneklem kullanarak kurumsal yönetimin Mısır Bankalarının finansal performansı üzerindeki etkisini incelemiş, regresyon analizlerini kullanmış ve kurumsal yönetimin olumlu olduğu ve bankaların finansal performansı ile önemli ölçüde ilişkili olduğu sonucuna varmıştır. Shahwan, (2015) Mısır'daki borsada işlem gören şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarının kalitesini ve bunların şirketin performansı ve finansal sıkıntısı üzerindeki etkisini araştırmıştır. O, borsada işlem gören 86 finansal olmayan şirketin veri kullanmış, Mısır'daki kurumsal yönetim uygulamalarının kalitesinin nispeten düşük olduğunu ve Mısır'da kurumsal yönetim ile finansal performans arasında herhangi bir pozitif ilişki olmadığını tespit etmiştir.

2.5.4 Kenya'da Kurumsal Yönetim ve Finansal Performansa Genel Bir Bakış

Kenya, ekonomik performans ve yükselen finansal piyasalar açısından Doğu Afrika ülkelerinin lideridir (ACGN, 2016). Diğer tüm ülkeler gibi Kenya da geçmişteki şirket skandallarından ve şirketlerin çöküşünden nasibini almıştır. 1980'lerde 33'ten fazla banka iflas etti, ayrıca 1990'larda Kenya Kurumsal Mandıra İşletmesi (Kenya Corporative Creameries), Ulusal Konut Şirketi, Kenya Ulusal Güvence Şirketi gibi birçok şirket ve devlete ait işletmeler de çöktü (Waweru, 2014). Bu çöküşler, Kenya'da iyileştirilmesi gereken kurumsal yönetim alanlarına vurgu yapmaktadır. Kenya'da kurumsal yönetim iki açıdan ele alınmıştır. İlk olarak, Özel Sektör Kurumsal Yönetim Vakfı (PSCGT), CACG ile işbirliği içinde, Haziran 2000'de iyi kurumsal yönetim uygulamalarına ilişkin bir model yasası yayınlanmıştır. İkinci olarak, Kenya Sermaye

Piyasası Kurumu, borsada işlem gören şirketler için iyi uygulamalara ilişkin kurumsal yönetim ilkelerini yayımlanmıştır (Waweru, 2014).

Kenya'da kurumsal yönetimin gelişimi genellikle iki güç tarafından yönlendirilmiştir. Birincisi, Cadbury Raporu, King Raporları vb. gibi kurumsal yönetim alanındaki uluslararası gelişmelerdir. İkincisi ise Afrika Birliği'nin (AU) iyi yönetim oluşturma girişimleridir. NEPAD (2001) başta olmak üzere bu girişimler, kurumsal yönetimin geliştirilmesinde ülkeyi etkilemektedir. NEPAD, Afrika'da sosyal ve ekonomik kalkınmayı sağlamak için AU üyelerini kurumsal yönetimi iyileştirmeye çağırılmaktadır (Waweru, Mangena ve Riro, 2019). Bu nedenle, Kenya'da kurumsal yönetim, 2009 ve 2015'te değiştirilen 1948 tarihli Şirketler Yasası ve Sermaye Piyasaları Yasası tarafından yönetilmektedir (Magalla, 2018). Kenya Şirketler Yasası, şirket finansal işleminin doğru ve adil görünümünü temsil eden finansal raporlama gibi temel kurumsal yönetim gerekliliklerini ortaya koymaktadır. Bununla birlikte, Şirketler Yasası'nın temel gereklilikleri Kenya Yeminli Mali Müşavirler Enstitüsü'nün (ICPAK) kurulmasıyla desteklenmektedir. Standartlara uyumu sağlamak için ICPAK, Kenya Merkez Bankası, Sermaye Piyasası Kurumu ve Nairobi Menkul Kıymetler Borsası ile işbirliği yapmıştır (Waweru ve diğerleri 2019).

Kenya'da, ilk yönetim yönergeleri 2000 yılında Özel Sektör Kurumsal Yönetim Vakfı (PSCGT) tarafından CACG ile işbirliği içinde yayımlanmıştır. Bu yönergelere dayanarak, Sermaye Piyasası Kurumu (SPK), 2002 yılında borsada işlem gören tüm şirketler için gönüllülük esasına dayalı bir kurumsal yönetim yasası ortaya koymuştur. 2003 yılında, Kenya'daki Kurumsal Yönetim İlkeleri ve Kenya'daki En İyi Uygulama Kurallarının bir örneği, PSCGT tarafından yayımlanmıştır. 2014 yılında SPK, kurumsal yönetim üzerine bir yönlendirme komitesi kurup; komitenin nihai hedefi borsada işlem gören şirketler için kapsamlı bir kurumsal yönetim planı uygulamaktır. Komite, aynı yıl "Halka Açık Şirketler İçin Kurumsal Yönetim Uygulama Esasları Taslağı" başlıklı ilk raporunun taslağını hazırladı (ACGN, 2016). Bu kanun gözden geçirilerek "Kenya'nın Kurumsal Yönetim Uygulama Kanunu, 2015" (Kenya Sermaye Piyasası Kurumu, 2015) olarak güncellenmiştir. Kenya'daki diğer kurumsal yönetim girişimleri arasında; Sigorta Düzenleme Kurumu tarafından yayınlanan Sigorta ve Reasürans Şirketleri için Kurumsal Yönetim Rehberi (2011), Bankacılık Kanunu Kapsamında Lisanslı

Kuruluşlar İçin Kenya Merkez Bankası İhtiyati Yönergeleri: CBK/PG/02 Kurumsal Yönetim (2012) ve SPK tarafından yayınlanan Kurumsal Yatırımcılar İçin Yönetim Kanunu (2015) yer almaktadır.

Kenya'da kurumsal yönetimin şirketlerin finansal performansı üzerindeki etkisini belirlemeye çalışan birçok çalışma bulunmaktadır. Otieno ve diğerleri (2015) kurumsal yönetimin Kenya'daki tasarruf ve kredi şirketlerinin finansal performansı üzerindeki etkisini incelemiş ve Spearman'ın sıralama korelasyonunu kullanarak araştırmacılar Kenya'daki en büyük üç tasarruf ve kredi firmasını incelenmiş. Çalışmanın sonuçları, Kenya'daki tasarruf ve kredi kooperatiflerinin finansal açıklamaları ile finansal performansları arasında önemli bir ilişki olduğunu ve bu nedenle devamlı finansal raporlama açıklamasının daha iyi finansal performansa yol açtığını göstermektedir. Ndikwe ve Owino (2016) ayrıca kurumsal yönetimin Kenya'daki devlet okullarının finansal performansı üzerindeki etkisini de incelemişler. Onlar, Kenya'daki 49 devlet okulunun verilerini çoklu regresyon analizi kullanarak analiz etmiş ve aşağıdaki sonuca varmışlar; Yönetim kurulun yapısı, mevcut yönetim kurulu becerileri, kurumsal yönetim ilkelerinin uyarlanması ve görevlerin ayrılması devlet okullarının finansal performansı üzerinde olumlu ve anlamlı bir etkiye sahiptir.

2.5.5 Malavi'de Kurumsal Yönetim ve Finansal Performansa Genel Bir Bakış

Malavi, düşük gelirli, az gelişmişlik, yoğun nüfuslu bir çevre ve yüksek dış borç ile karakterize edilen bir ülkedir (ACGN, 2016). Malavi'de kurumsal yönetim üzerine ilk girişim 1997 yılında Malavi'de Muhasebeciler Derneği tarafından düzenlenen bir konferansta gerçekleşmişti. Katılımcılar, Malavi'deki kurumsal yönetim konularını kapsamlı bir şekilde ele almak, bir kurumsal yönetim yasası geliştirmek ve bir Yönetim Enstitüsü kurma ihtiyacını incelemek için Kurumsal Yönetim Komitesi kurulması çağrısında bulundular. Ardından, 1998 yılında Kurumsal Yönetim Görev Gücü kurulmuştu. Görev gücü, 2001 yılında Malavi'de Kurumsal Yönetim üzerine ilk İyi Uygulama Kurallarını geliştirip sunmuştur (Lupinga, 2015)^a. Bu Kurallar isteğe bağlıdır olup Malavi'deki tüm işletmeler için geçerli olmuştur. Kuralların temeli, kurumların ve şirketlerin işlerinde daha hesap verebilir ve şeffaf olmalarının toplum tarafından gerekliliğinin kabul edilmesiydi (Lupinga, 2015)^a. Kurallar, Cadbury Raporu (1992) ve King Raporları, CACG Kurumsal Yönetim ilkelerinden ve Kenya Kurumsal Yönetim

İlkelerinden türetilmiştir (Tauringana ve Chithambo, 2016). Kurallar, Malawi Menkul Kıymetler Borsası ve 1989 Malawi Rezerv Bankası Yasası'nın yetkisi altındaki bankalar, sigorta şirketleri, yapı toplulukları ve diğer finansal kurumlar tarafından kabul edilmiştir (Kampange, 2012).

Malavi'de kurumsal yönetim, geleneksel olarak Şirketler Hukuku ve Kurumsal Yönetimin İyi Uygulama Kuralları ile düzenlenmektedir. Malavi'deki şirketlerin finansal raporlaması ve finansal olmayan açıklaması geleneksel olarak 1984 tarihli Şirketler Yasası tarafından düzenlenmektedir (Lupinga, 2015)^b. Malawi Menkul Kıymetler Borsası 1994 yılında Malavi ekonomisinin liberalleştiği 1990 Sermaye Piyasası Geliştirme Yasası kapsamında kurulmuş, faaliyete ise 1996 yılında borsaya kote bir şirket ile başlamıştır (Tauringana ve Chithambo, 2016). Bir diğer önemli dönüm noktası, 2003 yılında Malavi'de iyi kurumsal yönetimi teşvik eden Malavi Yönetim Enstitüsü'nün kurulmasıydı. Enstitünün iki ana hedefi, kuralları korumak, uyumluluğu teşvik etmek ve genel olarak etkili kurumsal yönetimi geliştirmek, yani; hangi büyüklükte olursa olsun, bir şirketin yönetim kurulunun ve diğer üst düzey yöneticilerinin düzgün işleyişini sağlamak (Lupinga, 2015)^a. Yönetim Enstitüsü, Kuralları uluslararası en iyi uygulamalara uygun hale getirmek için gözden geçirmiştir. Enstitü, kuralların aşağıdaki sorunları içermediğini tespit etmiştir; sürdürülebilirlik raporlaması, risk yönetimi ve yönetim kurulu değerlendirmesi. Bu yetersizliklerin üstesinden gelmek için enstitü, genel olarak tüm şirketler için geçerli olan ve ayrıca bazı spesifik sektörlere uygulanabilen bazı spesifik bölümleri içeren güncellenmiş ilkelere dayalı yeni bir yasa geliştirmiştir (Tauringana ve Chithambo, 2016). Malawi Yasası II olarak bilinen bu yasa, Malawi Menkul Kıymetler Borsası'nda kaydın temelini oluşturmaktadır.

Nisan 2010'da, Malawi Rezerv Bankası, 1989 Bankacılık Yasası kapsamında düzenlenen Malavi'deki bankalar ve diğer finansal kuruluşlar için Kurumsal Yönetim İlkelerini yayımladı. 1989 Bankacılık Yasası, Ocak 2010'da değiştirildi. 2011 yılında Malawi Rezerv Bankası da özellikle sigorta şirketlerine uygulanan Kurumsal Yönetim İlkelerini yayınlamıştır (Lupinga, 2015)^b. Hem Malawi Kanunu II (2010) hem de Malawi Rezerv Bankası Kanunları, uluslararası kurumsal yönetim çerçevelerini yansıtmaktadır, bu nedenle üretimleri sırasında güncelenip küresel kurumsal yönetim standartlarını

yansıtırlar (Kampange, 2012). Malavi Rezerv Bankası Kanunu da ilkelere dayanmaktadır ve diğer kanunlardan farklı olarak zorunludur.

Malavi'de kurumsal yönetimle ilgili literatürde büyük bir boşluk olduğunu görebilir. Malavi'de kurumsal yönetim mekanizmalarının şirketlerin finansal performansı üzerindeki etkisini belirlemek için somut bir ampirik araştırma bulunmamaktadır. Mevcut birkaç ampirik çalışma, Malavi ekonomisi üzerine yapılan çalışmalardan ziyade, örnekleminin bir parçası olarak Malavi'den bahseden çalışmalardır.

2.5.6 Moritius'ta Kurumsal Yönetim ve Finansal Performansa Genel Bir Bakış

Moritius, üst-orta gelirli bir ekonomiye sahip küçük bir ada ülkesi olup Doğu Afrika'da serbest piyasa politikaları uygulayan birkaç ülkeden biridir. Moritius istikrarlı bir makroekonomik ortama sahiptir ve piyasa rekabetine açık bir ekonomi sahibidir (ACGN, 2016). Moritius, çeşitlendirme politikası nedeniyle tarımdan finans sektörünün güçlendirilmesine ve bilgi teknolojisindeki gelişmelere kadar hızlı gelişmekte bir ekonomiye sahiptir. Ülke ayrıca güçlü bir yasal ve kurumsal altyapıya sahiptir (Boolaky, 2007).

Moritius 'taki hukuk sistemi, Medeni Hukuk ve Ortak Hukuk'un bir karışımı olması bakımından dünyadaki en eşsiz sistemlerden biridir. Medeni hukuk, Fransız Napolyon Kanununa dayanmaktadır ve sosyal konulara uygulanırken, ülkenin kurumlar, vergi ve bankacılık hukuku, Ortak Hukuk'a dayanır (Boolaky, 2007). Ülkedeki kurum, teknik ve yasal çerçeveden oluşmaktadır. Yasal çerçeve, şirketlerin işleyişini ve yönetimini düzenleyen geçerli yasa iken, teknik çerçeve, tamamen teknik olan ve yasanın kapsayamayacağı alanlarda yasal çerçeveyi tamamlayan yönergeler, standartlar ve kurallardan oluşur (Boolaky, 2007). Bu nedenle, çeşitli olumsuz küresel ekonomik türbülanslara rağmen, Moritius, zayıf bir monokültürden iyi çeşitlendirilmiş bir ekonomiye olağanüstü bir şekilde geçiş yaptığı için Doğu Afrika'da her zaman ekonomik bir başarı öyküsü olarak anılmaktadır. Ülke, Doğu Afrika bölgesinde kurumsal yönetime iyi kurumsal yardım sağlamaya öncülük yapmıştır (Padachi, Urdhin ve Ramen, 2016).

1984 yılında Moritius, 2001 yılında revize edilen ilk bağımsız Şirketler Yasasını yayınladı. 1989'da ise Moritius Menkul Kıymetler Borsası kuruldu. 2001'de

Moritius'un kurumsal uygulamalarını dünyadaki en iyi uygulamalarla uyumlu hale getirmek için önlemler alındı. Bu önlemler, yeni Şirketler Yasası'nı çıkararak ülkelerin Şirketler Yasası'nın değiştirilmesi, UFRS'nin uyarlanması, Ulusal Kurumsal Yönetim Komitesi'nin (NCCG) kurulması, yeni kayıtlı kuralları ve Moritius 'ta Standartlara ve Kurallara Uyum ROSC hakkında bir Rapor hazırlaması için Dünya Bankası'na bir talepte bulunulmasını önermekteydi (Mehadeo ve Okike, 2019). Yeni Şirket Yasası, şirket hukukunu, direktörlerin sorumluluklarının tanımlanmasına, yönetim kurulu yapısı ve yönetim kurulu toplantılarının yapılmasına ilişkin prosedürlerin açıklanması gibi uluslararası ticari uygulamalara yönlendirmekteydi (Bookey, 2007).

NCCG, 2004 Mali Raporlama Yasası'nın himayesi altında kuruldu ve bu, Moritius Yönetim Enstitüsü'nün kurulmasına yol açmıştır. NCCG'ye, Rogers Group'un o zamanki CEO'su Tim Taylor başkanlık yapmaktaydı. NCCG komite üyeleri özel ve kamu sektörü kuruluşlarından seçilmiştir. Moritius kurumsal yönetim yasasının geliştirilmesine yardımcı olması için Güney Afrika Ülkesi'nin King Komitesi Başkanı Profesör Mervyn King'le de istişare yapılmıştır (Mehadeo ve Okike, 2019). 2003 yılında komite, çalışmalarını tamamlayıp raporunu yayınlamıştır. Rapor, Moritius Kurumsal Yönetim Yasası olmuştur. Moritius Kurumsal Yönetim Yasası, bankalar, borsada işlem gören şirketler ve bankacılık dışı finans kuruluşları dahil olmak üzere tüm şirketlerin yasaya “uymasını veya açıklamasını” şart koşturmaktadır (Padachi ve diğerleri 2016). Bu yasa, Nisan 2004'te Mauritius için Ulusal Kurumsal Yönetim Yasası olarak gözden geçirilmiş ve güncellenmiştir. Ulusal Kanun da 2016 yılında detaylı olarak gözden geçirilmiştir.

Yönetim Enstitüsü, Ağustos 2007'de kurulmuş ve 2008'de 2001 Şirketler Yasası uyarınca resmi olarak tescil edilmiştir. Enstitü, Moritius'ta kurumsal yönetim standartlarının oluşturulmasında ve sürdürülmesinde de etkili olmuştur. Enstitü ayrıca IOD Güney Afrika ile birlikte Afrika Kurumsal Yönetim Ağı'na (ACGN) eş başkanlık yapmıştır (ACGN, 2016; Mehadeo ve Okike, 2019). Bununla birlikte, Moritius Yönetim Enstitüsü, Küresel Direktör Enstitüleri Ağı'nın (GNDI) ve aynı zamanda Uluslararası Kurumsal Yönetim Ağı'nın (ICGN) bir üyesidir (Mehadeo ve Okike, 2019).

Moritiyus 'taki finansal hizmetler sektörü iki ana kurum tarafından kontrol edilmektedir; Moritiyus Bankası (Merkez bankası) ve Finansal Hizmetler Komisyonu. Moritiyus Bankası, bankaların faaliyetlerini düzenlerken, Finansal Hizmetler Komisyonu, sigorta şirketleri gibi bankacılık dışı finansal kuruluşların faaliyetlerini düzenlemektedir (Boolaky, 2007). Bu nedenle, Moritiyus için Ulusal Kurumsal Yönetim Yasasına ek olarak, bankalar 2004 Bankacılık Yasasına ve Moritiyus Bankası Yönergelerine uymak zorundadır. Moritiyus Bankası ayrıca Basel Komitesi İlkelerine de bağlıdır. Bankalar ve diğer finans kuruluşları, 2001 yılında Moritiyus Bankası tarafından yayınlanan, 2012 ve 2014'te revize edilen Kurumsal Yönetim İlkelerine de uymak zorundadır. Sigorta şirketleri ayrıca 2005 Sigorta Yasası ve Finansal Hizmetler Komisyonu hükümlerine de uymak zorundadır. Ve borsaya kote tüm şirketler 2005 Menkul Kıymetler Yasası'na uymak zorundadır (Padachi et al. 2016).

Moritiyus'taki diğer kurumsal yönetim girişimleri arasında; 2002 tarihli Kara Para Aklamayı Önleme Yasası, 2004 Mali Raporlama Yasası, 2007 yılında Kamu İktisadi Teşebbüsleri için kurumsal yönetim yönergelerinin yayınlanması, 2010 yılında kurumsal yönetime ilişkin ROSC değerlendirmesi ve ülkedeki yolsuzlukla mücadele girişimlerini desteklemek için 2015 İyi Yönetim ve Dürüstlük Raporlama Yasası'nın yürürlüğe girmesi yer almaktadır (Boolaky, 2007; ACGN, 2016).

Moritiyus'taki ampirik çalışmalar, hükümetin şirketlerin finansal performansını iyileştirme çabalarını da desteklemektedir ve bu da ülke ekonomisini iyileştirmektedir. Panah, Saeidi ve Boroumand (2015), Moritiyus'taki en büyük 100 şirketin kurumsal yönetim ve şirket performansı arasındaki ilişkiyi incelemiş ve verileri tek değişkenli ve regresyon analizlerini kullanarak analiz etmişler. Yaptıkları analizin sonuçları 2009 yılında kurumsal yönetim ile finansal performans arasında ne olumlu ne de olumsuz bir ilişki olmadığını göstermektedir. Bir yıl sonra, Mungly ve diğerleri 23 Ocak 2016 tarihinde Moritiyus'in Port Louis kentinde düzenlenen Beşinci Asya-Pasifik Küresel İşletme, Ekonomi, Finans ve Sosyal Bilimler Konferansı'nda bildirilerini sunmuştur. Onların makalesi, yatırımcıların Moritiyus'ta kullandığı muhasebe performans ölçütlerini kullanan şirketlerin değeri ile kurumsal yönetim arasındaki ilişkiyi yani Hisse Başına Kazanç ve Hisse Başına Net Aktif Değeri araştırmaya yöneliktir. Onlar, sabit etki yaklaşımıyla Panel veri regresyon modelini kullanarak, 2009-2013 yılları

arasında borsaya kote 30 şirketin verilerini analiz etmişler. Araştırmacılar yaptıkları analizin sonucunda; küçük yönetim kurulu formatının, yönetim kurulunda bağımsız yöneticilerin bulunmasının, CEO ve yönetim kurulu başkanı pozisyonunun ayrılmasının finansal performans üzerinde olumlu ve anlamlı bir etkisi olduğu sonucuna vardılar. Soujata (2018) ayrıca Moritius Kamu İktisadi Teşebbüslerinde (KİT'ler) iyi kurumsal yönetimin etkisini incelemiş ve kurumsal yönetimin olumlu olduğunu ve KİT'lerin finansal performansı ile önemli ölçüde ilişkili olduğunu sonucuna varmıştır.

2.5.7 Namibya'da Kurumsal Yönetim ve Finansal Performansa Genel Bir Bakış

Namibya Afrika'nın güney bölgesinde yer alan hızlı gelişen bir ülkedir. Namibya ekonomisi ihracat parametreleri, ekonomi ihracat sektörüne mineral ihracatının hakim olduğunu göstermektedir, bunun nedeni ülkenin doğal mineral kaynakları açısından zengin olmasıdır. Namibya, çok iyi bir makroekonomik yönetim, iyi kurumsal yönetim, siyasi istikrar ve iyi finansal kurumlar ve çok iyi bir yasal çerçeveye sahiptir (Boamah, 2020). Ancak Air Namibya, Ongopolo Madeni, Sosyal Güvenlik Komisyonu, Havaalanları Kurumu ve benzeri şirketlerdeki son gelişmeler, ülkedeki kurumsal yönetim çerçevesinin etkinliği konusunda şüphe uyandırmaktadır. Böylece, yukarıda bahsedilen KİT'lerin tek sahibi olarak Namibya hükümeti, şirketlerin işleyişine ilişkin gereksiz ve önlenemez birçok riskle karşı karşıya kalmaktadır. Bu riskler operasyonel riskler, finansal riskler ve politik risklerden oluşmaktadır. Bunlar, uluslararası standartlarda güncellenmiş yeni kurumsal yönetim düzenlemelerinin geliştirilmesini zorunlu kılmaktadır (Shifidi, 2014).

Sonuç olarak, Namibya Menkul Kıymetler Borsası, Birinci Ulusal Banka ile işbirliği içinde Temmuz 2014'te Namibya Kurumsal Yönetim Yasası (NamCode) olarak bilinen ilk Namibya kurumsal yönetim yasasını yayınlamıştı. Namibya Kurumsal Yönetim Yasası Şubat 2016'da revize edilerek güncellendi ve hala şirketler için borsaya kayıt şartı olarak kullanılmaktadır. Yasa, Güney Afrika Ülkesi'nin King III Raporundan ve diğer uluslararası kurumsal yönetim standartları ve ilkelerinden türetilmiştir (Shifidi, 2014). 2020 yılı itibarıyla Namibya şirketlerin çoğu KİT'lerden oluşmaktadır; Namibya'da büyüklük, işlev ve sundukları hizmet türü açısından çok heterojen olan 84 KİT vardı. Namibya'da Kamu İktisadi Teşebbüsleri Yönetim Konseyi (SOEGC) KİT'leri üç kategoriye ayırır: Düzenleyici Şirketler, Hizmet Şirketleri ve Ekonomik ve

Üretken Şirketler. KİT'lerin icra kurulu başkanı ve üst düzey yöneticilerinin ücretlerinin yanı sıra yıllık ücretler ve yönetim kurulu üyeleri, sosyal haklar ve ödenekleri belirlemek için SOEGC ayrıca şirketin satış hacmine, varlıklarının büyüklüğüne ve çalışan sayısına göre KİT'leri üç kategoriye ayırır (Shafuda, 2020).

Bu nedenle Namibya'daki KİT'lerde kurumsal yönetim çok önemlidir. Deloitte ve Touche tarafından 2010 yılında çıkarılan bir çalışmada, Namibya'nın KİT kurumsal yönetim politikası çerçevesinin geliştirilmesine temel oluşturan "Namibya'daki KİT'ler için Yönetim Politikası Çerçevesi Raporu" başlıklı bir rapor sunulmuştu. Rapor, kurumsal yönetim uygulamalarındaki tutarsızlıklar, siyasi müdahale ve tercih muameleleri, KİT'lerin sürekliliği ile ilgili sorunlar ve yetersiz yönetim kurulu performansı gibi hususlarla ilgili algıları ve endişeleri ortaya koymaktaydı. Bu rapor ilk olarak 2001 yılında Namibya Kabinesi tarafından hazırlanmıştır. Bu nedenle, raporun tavsiyeleri, 2006 tarihli 2 No'lu Namibya KİT Yönetim Yasası'nın kurulmasına yol açmıştır. Ek olarak, SOEGC da bu yasa kapsamında kurulmuştur (Shifidi, 2014). SOEGC'nin temel amacı; KİT'lerin kurumsal yönetimine rehberlik etmek, onu düzenlemek, açıklama ve şeffaflığı sağlarken risklerin ortadan kaldırılmasını veya mümkün olan en düşük seviyeye indirilmesini sağlamaktır (Shifidi, 2014). Namibya'daki diğer kurumsal yönetim girişimleri arasında Yatırım Yasası ve Özel Ekonomik Bölgeler Politikası (SEZP) da bulunmaktadır (Boamah, 2020).

Mubwandarikwa (2013) kurumsal yönetimin TransNamib'in performansı üzerindeki etkisini incelemektedir. Veriler, TransNamib'in hissedarları olan yönetim kuruluna hitap etmek için kendi kendine uygulanan bir anket kullanılarak oluşturulmuştur. Şirketin üst yönetimi ile de derinlemesine görüşmeler yapılmıştır. Veriler ANOVA kullanılarak analiz edilmiştir ve sonuç, yönetim kurulu prosedür ve uygulamalarının, ilgili bilgilerin zamanında açıklanmasının, düzenli performans değerlendirmelerinin ve etkin performans yönetim sisteminin finansal performans üzerinde olumlu ve anlamlı bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Masunda (2013) aynı zamanda Spearman korelasyon katsayısı ve çoklu regresyon analizini kullanarak Namibya'da borsada işlem gören firmaların kurumsal yönetim ve finansal performansı arasındaki ilişkiyi araştırmaktadır; araştırmanın sonucu olarak kurumsal yönetimle ilgili politika ve kararların finansal performans üzerinde olumlu ve önemli bir etkiye sahip olduğunu

tespit etmiştir. Boamah, (2020) ayrıca iç denetim ve kurumsal yönetim uygulamalarının Namibya'daki KİT'lerin performansı üzerindeki etkisini de incenip iç denetim ve kurumsal yönetimin finansal performansı belirlemede önemli faktörler olduğu sonucuna varmıştır.

2.5.8 Nijerya'da Kurumsal Yönetim ve Finansal Performansa Genel Bir Bakış

Nijerya, ekonomik açıdan Afrika'nın en büyük ülkesidir. Ülke 2020 yılında dünya petrol üretiminde 11. sırada yer almaktaydı (EIA, 2021). Nijerya, 2014 yılında 1990'dan 2008'e kadar milli gelir formülünü yeniden temellendirdikten sonra Afrika'nın en büyük ekonomisi haline gelip onun GSYİH'de (Gayri Safi Yurtiçi Hasıla) toplam %40'lık bir artış sağlamıştır (ACGN, 2016). Nijerya ayrıca Güney Afrika'dan sonra Afrika'daki en büyük ikinci borsa piyasasına sahiptir, aynı zamanda Afrika'nın en büyük petrol üreticisidir.

1990'larda Nijerya'da Yapısal Uyum Programı Sonrası (YUP) finansal kurumun ve özel sektörün büyümesi ve gelişmesi, Nijerya'da etkin kurumsal yönetimin önemine vurgu yapmıştır (Paul, Ebelechukwu ve Yakubu, 2016). Ancak Nijerya ekonomisinin liberalleşmesinden sonra, 1977 ve 1989'da değiştirilen 1972 tarihli Nijeryalı İşletmelerin Teşvik Kararnamesi gibi serbest piyasayı teşvik etmek ve özel mülkiyeti geliştirmek için uygulamaya konan önlemler, daha sonra 2000 tarihli Nijeryalı Yatırım Teşvik Yasası ile değiştirilen Yerlileştirme Kararnamesi olarak bilinmekle politikacılar tarafından çok ciddi bir şekilde eleştirilmiştir. Bu politikacılar, ekonominin ana sektörlerine hakim olmak için bazı büyük girişimcilerle işbirliği içindeydi. Politikacılar genellikle kendilerine tabi olan kişileri devlet kurumlarının yönetim kurulu üyeleri olarak atarlar, dolayısıyla onları komisyon toplama yetkisine sahip oldukları şirketlere sahte sözleşmeler vermek için kullanılmaktadır (Adeyoka, 2011). Bunların, 1990'larda ve 2000'lerde kurumsal skandallar ve şirketlerin başarısızlıkları ile birleşmesi, Nijerya'daki kurumsal yönetim düzenlemelerinin gerekliliğinin olağanüstü önemine vurgu yapmaktaydı. Kurumsal başarısızlıkların çoğu, Nijerya bankacılık sektöründe meydana gelmiştir.

Bu nedenle, Nijerya'da kurumsal yönetimin gelişimi aynı zamanda siyasi, sosyal, ekonomik ve yasal çevreyi içeren ortamın bir sonucudur. Nijerya'daki işletmelere,

çoğunlukla aile üyeleri ve/veya arkadaşlar tarafından yönetilen şahıs şirketi ve ortaklıklardan oluşan kötü olmamış sektörler hakimdir (Ademola, Moses ve Ucheagwu, 2016). Kamunun güvenini yeniden kazanmak için, Nijerya Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu, 2000 yılında Atedo Peterside tarafından yönetilen bir komite kurdu ve Atedo Peterside'nin raporu Nijerya'daki şirketler için ilk kurumsal yönetim yasası haline gelmiştir (Paul ve diğerleri, 2015). Yasanın başlığı “Kamu Şirketleri için En İyi Uygulama Kuralları” idi. Yasanın yürürlüğe girmesinden önce, Nijerya'nın kurumsal yönetim reform mekanizmaları askeri kararnamelerle yürütölmekteydi yani askeri rejim sırasında en önemli yasa Şirketler ve Müttetik Konular Kararnamesi (CAMD) Yasasıydı. 1990 tarihli Şirketler ve Müttetik Konular Yasası (CAMA) 2004 tarihli yasa ile değıştirilmiştir (Adeyoka, 2011). Nijerya'da kurulmuş, özel veya kamuya açık, Nijerya Menkul Kıymetler Borsasında işlem gören veya başka bir yerde ikincil piyasada işlem gören veya borsada işlem görmeyen herhangi bir şirket CAMA hükümlerine tabidir. Bu Kanundaki yöneticilerin hakları ve görevleri, yönetim kurulu yapısı ve özellikleri, hissedarların hakları gibi hükümler Nijerya'da erken kurumsal yönetim düzenlemeleri olarak hizmet etmektedir (Şener ve Karaye, 2015). CAMA, Kurumsal İlişkiler Komisyonunu (CAC) kurmuştur. CAC, şirketlerin kuruluşundan sorumludur ve anonim şirketlerin sağlam kurulumu ve işleyişı için yönergeler sağlamıştır.

En iyi uygulamalar yarasının yürürlüğe girmesinden üç yıl sonra, Nijerya Merkez Bankası 2006'da Nijerya'daki bankalar için başka bir kurumsal yönetim yarasını yayımlanmış. Bu yasa CAMA'yı desteklemek için kullanılmaktaydı (Ademola ve diğerleri, 2016). Nijerya Merkez Bankası Kurumsal Yönetim Yasası, ölkedeki tüm bankalar ve diğer finansal kuruluşlar için zorunludur. Bankalar ve diğer finansal kuruluşlar ayrıca, 1988 tarihli Nijerya Mevduat Sigorta Kurumu (NDIC) Yasası, 1991 tarihli Nijerya Merkez Bankası Yasası, 1991 tarihli Bankalar ve Diğer Finansal Kurumlar Yasası (BOFIA), 1999 tarihli Yatırım ve Menkul Kıymetler Yasası hükümlerine ve Nijerya Merkez Bankası tarafından yayımlanan çeşitli ihtiyati yönergelere de uymak zorundadırlar (Paul ve diğerleri 2015). Nijerya Merkez Bankası Yasası, BOFIA'yı desteklemektedir. Bununla birlikte, Nijerya Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu'nun Halka Açık Şirketler için En İyi Uygulama İlkeleri, Nijerya Merkez Bankası Kurumsal Yönetim Yasası'nın yerine geçer. Halka Açık Şirketler için En İyi Uygulama Kuralları 2008, 2011 ve 2018'de revize edilmiştir ve en son 2018

versiyonu Nijerya Kurumsal Yönetim Yasası başlığını taşımaktadır. Kasım 2014'te Nijerya Menkul Kıymetler Borsası, Nijerya'nın İş Bütünlüğü Sözleşmesi ile bir Kurumsal Yönetim Derecelendirme Sistemi geliştirmişti. Bu sistem daha sonra Nijerya Menkul Kıymetler Borsası'nda Kurumsal Yönetim Endeksi'ne (KYE) dönüştürülerek 2018'de faaliyete geçmiş.

Nijerya'daki diğer kurumsal yönetim girişimleri arasında 2008 yılında Nijerya Emeklilik Komisyonu tarafından yayınlanan Lisanslı Emeklilik Operatörleri İçin Yönetim Yasası, 2009 yılında Ulusal Sigorta Komisyonu tarafından yayınlanan Nijerya'daki Sigorta Şirketleri için Kurumsal Yönetim Yasası, Nijerya Merkez Bankası tarafından 2014 yılında yayınlanan Nijerya'daki Bankalar ve İndirimli Yapan Mağazalar için Kurumsal Yönetim Yasası ve 2014 yılında Nijerya Telekomünikasyon Komisyonu tarafından yayınlanan Telekomünikasyon Endüstrisi için Kurumsal Yönetim Yasası yer almaktadır.

Nijerya'da kurumsal yönetim ve finansal performans arasındaki ilişkiye yönelik çok sayıda ampirik çalışma bulunmaktadır. Bunlar arasında; Adekunle ve Aghedo (2015), Nijerya'da borsaya kote şirketlerin kurumsal yönetim ve finansal performansları arasındaki ilişkiyi araştırmıştır. Onlar, 2012 yılında borsada işlem gören 143 firmanın verilerini kullanıp regresyon sonuçları, yönetim kurulun kompozisyonu ve yönetim kurulun büyüklüğü ile şirketin finansal performansı arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki olduğunu göstermektedir. Ademola ve diğerleri (2016), Kurumsal Yönetim Endeksi'ni (KYE) kullanarak kurumsal yönetim ile 2010'dan 2014'e kadar seçilmiş 45 Nijeryalı imalat şirketinin şirket performansı arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Onlar çoklu regresyon analizini kullanarak Yönetim Kurulu yapısı alt endeksi ile finansal performans arasında anlamlı bir pozitif ilişkisi olduğu sonucuna vardılar. Ibrahim ve Abdullahi (2019) de kurumsal yönetimin Nijerya'daki borsada işlem gören finansal olmayan hizmet şirketlerinin finansal performansı üzerindeki etkisini incelemiştir. Onlar, 2008-2017 yılları arasında örneklenen 23 firmanın 10 yıllık verilerini kullanarak verileri GLS sabit etkisi ile korelasyon matrisini ve regresyonunu kullanılarak analiz ettiler. Sonuçları analiz ettikten sonra, kurumsal yönetimin Nijerya'daki finansal performans üzerinde anlamlı bir olumlu etkisi olduğu sonucuna varmışlardır.

2.5.9 Güney Afrika Ülkesi’de Kurumsal Yönetim ve Finansal Performansa Genel Bir Bakış

Güney Afrika Ülkesi, ekonomik açıdan Afrika'nın ikinci en büyük ülkesidir ve Afrika'nın en eski borsa piyasasına sahiptir. İkinci en büyük ekonomi olmasına rağmen, ekonomisi Afrika'nın en gelişmiş ekonomisidir (ACGN, 2016). Güney Afrika Ülkesi, Afrika'da kurumsal yönetimin öncüsü olarak kabul edilmektedir; bu, diğer Afrika ülkeleri için ülkelerinde iyi yönetimi geliştirme arayışlarında bir ölçüt ve referans haline gelen etkili kurumsal yönetim düzenlemeleri (King Raporları) oluşturmadaki rolünün bir sonucudur. Daha önce ele alındığı gibi, Güney Afrika Ülkesi’nde King Raporları kurumsal yönetimin uygulama kurallarını ortaya koymaktadır. Bu araştırmada King Raporlarının ele alınması sırasında Güney Afrika Ülkesi’nin düzenleyici ortamı hakkındaki konulara ilişkin de çok şey ele alınmıştır, bu nedenle bu bölümde Güney Afrika Ülkesi’ndeki diğer düzenlemeler ve kurumsal yönetim girişimlerine odaklanmaktadır.

Güney Afrika Ülkesi, birçok gelişmiş ekonomiyle uyumlu, iyi düzenlenmiş bir bankacılık sistemine sahiptir. Güney Afrika Ülkesi’nde bankacılık sektörünü düzenleyen mevzuat aşağıdakileri içerir: 1973 yıllın Şirketler Yasası 2008 yılında yeni Şirket Yasası ile değiştirilmiştir, 2008 yılında değiştirilen 1990 tarihli Bankalar Yasası, bu yasa Basel II ilkeleri ile uyumludur, 1993 tarihli Karşılıklı Bankalar Yasası, 2001 Mali İstihbarat Merkezi Yasası, 2002 Mali Müşavirlik ve Aracılık Hizmetleri Yasası, 2005 Ulusal Kredi Yasası, 2008 Tüketici Koruma Yasası (Ngwenya, 2014) ve Mali Sektör Düzenleme Yasası (2017). Bu nedenle, Güney Afrika Ülkesi’nin finansal düzenlemeye yönelik katı bir yasal çerçevesi vardır. Bankalar için 1990 tarihli Bankacılık Yasası ve diğer ilgili mevzuat tarafından belirlenen sermaye gereksinimleri ile Güney Afrika'da Maliye Bakanlığı tarafından uygulanan borsa kontrol düzenlemeleri, Güney Afrika Ülkessi ekonomisinin, 2007/2009 küresel mali krizi sırasında ve sonrasında diğer birçok ülkenin yaşadığı ekonomik krizlerden korunmasını sağlamıştır (Mupangavanhu, 2021).

Güney Afrika Ülkesi’ndeki sigorta şirketleri, Finansal Hizmetler Kurulu (FSB) tarafından düzenlenmektedir. Sigorta düzenlemeleri aşağıdakileri içermektedir; 1973 Şirketler Yasasının 2008 tarihli yeni Şirket Yasası ile değiştirilmesi, 1998 Kısa Vadeli

Sigorta Yasası (STIA), 1998 Uzun Vadeli Sigorta Yasası (LTIA), 2008 Sigorta Kanunları Değişikliği Yasası ve 2002 tarihli Mali Müşavirlik ve Aracılık Hizmetleri (FAIS) Yasası. Bu düzenlemelerin çoğu daha çok poliçe sahiplerinin korunmasına odaklanmıştır. Bu nedenle, Müşterilerle Adil Davranış (TCF) yönetmeliği de çıkarılmıştır. 2002 tarihli FAIS Yasası, mali danışmanların herhangi bir mali tavsiye sunmadan önce düzenleyici incelemeyi zorunlu kılmaktadır (Sibindi, 2015).

Nisan 2018'de yürürlüğe giren 2017 tarihli yeni Mali Sektör Düzenleme Yasası, Güney Afrika Ülkesi finans sektörünün 'İkiz Tepeler' modelini sunmuştur. İkiz Tepeler, finansal sektör düzenlemesinin, piyasa yönetimi düzenlemesi ve ihtiyatlı düzenleme olmak üzere iki geniş işleve ayrıldığı kapsamlı bir finansal düzenleme sistemidir. Piyasa yönetimi düzenlemesi, Mali Sektör Düzenleme Yasası'nın 3. bölümü tarafından kurulan İhtiyati Tedbirdir. İhtiyati Tedbirin amacı; Güney Afrika Ülkesi'ndeki bankalar gibi finansal kurumların etkinliğini artırmak ve finansal müşterileri bankaların iflası ve diğer likidite sorunları gibi finansal kurumların potansiyel risklerinden korumaktır. Mali Sektör Düzenleme Yasası'nın yürürlüğe girmesinin etkilerinden biri, İhtiyati Tedbir Kurumununun, yeni denetim kurumu olarak Banka Denetleme Departmanı'nın (BDD) yerini almasıdır. İkiz Tepeler sistemindeki diğer denetçi, Mali Sektör Davranış Kurumudur (FSCA). FSCA, finansal kurumların işlerini nasıl yürüttüğünü ve müşterilerine nasıl davrandıklarını da denetler (Mupangavanhu, 2021).

Öte yandan, özellikle Johannesburg Menkul Kıymetler Borsası'nda Güney Afrika Ülkesi'nde kurumsal yönetimin daha da iyileştirilmesine yardımcı olan başka gelişmeler de olmuştur. 2002 yılında King Raporu II'nin yayınlanmasından sonra Johannesburg Menkul Kıymetler Borsası, Londra Menkul Kıymetler Borsası ile işbirliği içinde Sosyal Sorumluluk Endeksi'ni (SRI) ve AltX'i ica etmiştir. Bunun nedeni King Raporu II'nin diğerlerinin yanı sıra sosyal sorumluluk uygulamasını savunmasıdır (Waweru, 2014). FTSE International, Johannesburg Menkul Kıymetler Borsası adına SRI'yi hesaplamaktadır. Borsaya kote bir şirket, FTSE/JSE Tüm Hisseler Endeksine kayıtlıysa SRI Endeksine de dahil edilmeye uygundur. SRI kriterleri, Güney Afrika Ülkesi'nin iç sorunlarının yanı sıra uluslararası sürdürülebilirlik ilkeleri ile uyumludur. Bu ilkeler çevre, toplum ve kurumsal yönetim kategorileri ile birlikte diğer ilgili

sürdürülebilirlik yönlerine göre yapılandırılmış göstergelere dönüştürülür (Ferrero-Ferrero ve diğerleri 2014).

Bununla birlikte, Güney Afrika Ülkesi'ndeki kurumsal yönetim çerçevesi, mevzuat, inisiyatifler ve kurumsal yönetim düzenlemelerindeki tüm iyileştirmelerle birlikte, ülke 2013'ten 2018'e kadar African Bank ve VBS Mutual Bank'ın dahil olduğu bir dizi bankacılık krizi yaşanmıştır. Kriz daha sonra, bankanın işlerinin soruşturulmasını yapan ve bankayı iflastan kurtarmaya çalışan Güney Afrika Rezerv Bankası'nın müdahalesine yol açmıştır. Bankanın finansal krizi, kurumsal yönetimin çeşitli düzeylerinde, özellikle de yönetim kurulu düzeyinde ciddi bir başarısızlığının tezahürüydü. Öte yandan, VBS Mutual Bank , özellikle Güney Afrika Ülkesi'nin siyahı halkı için önemli bir bankaydı, fakat banka 2018'de hiçbir kurtarıma ümidi olmadan çökmüştü. Banka, büyük muhasebe dolandırıcılığının bir sonucu olarak iflas etmiştir (Mupangavanhu, 2021).

Kurumsal yönetimin Güney Afrika Ülkesi'ndeki şirketlerin finansal performansı üzerindeki etkisine ilişkin kafa karıştırıcı sonuçları olan çok sayıda ampirik çalışma bulunmaktadır. Kurumsal yönetimin finansal performans üzerindeki olumlu etkilerinin yanı sıra olumsuz etkilerine ilişkin de çok sayıda kanıt bulunmaktadır. Sonuçların kafa karıştırıcı olmalarının sebebi; çalışmaların çoğunda, kapsamlı bir Kurumsal Yönetim Endeksi (KYE) yerine kurumsal yönetim-performans ilişkisini belirlemeye çalışan birkaç kurumsal yönetim ölçütünün kullanılmasıdır. Ntim (2013) bağımsız değişken olarak kapsamlı bir KYE kullanarak kurumsal yönetim ve finansal performans arasındaki ilişkiyi araştırmış ve 2002-2007 yılları arasında 169 Johannesburg borsasında işlem gören şirketin verilerini analiz etmiştir. Yaptığı araştırma ve analizlerinin sonucunda; kurumsal yönetimle finansal performans arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki olduğunu ortaya koymuştur. Ngwenya (2014) ayrıca 2009'dan 2011'e kadar olan verileri kullanarak kurumsal yönetim ile Güney Afrika Ülkesi'ndeki borsada işlem gören ticari bankaların performansı arasındaki ilişkiyi de analiz etmiştir. O, yönetim kurulu büyüklüğü, bağımsız olmayanların oranı ve bankaların finansal performansı arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki olduğunu ortaya koymuştur. Tshipa ve diğerleri (2018) ise iç kurumsal yönetim ve şirket performansı arasındaki ilişkiyi, kurumsal yönetim ve finansal performans çalışmalarını çoğunlukla etkileyen sektörel farklılıkların ve içsellikğin yanı sıra üç farklı ekonomik dönem perspektifinden

incelemek için farklı bir yaklaşım sergilemiştir. Onlar, 2002 ile 2014 arasındaki 13 yıllık bir dönemi kapsayan ve toplam 1.170 şirket-yılı gözlemi veren, en büyük beş Güney Afrika Ülkesi sektöründen 90 şirketin verini kullandılar. Onların elde ettikleri sonuç; kurumsal yönetim ve firma performansı arasındaki ilişkinin sektörden sektöre farklılık gösterdiğini ortaya koymuştur. Ayrıca, kurumsal yönetim ve firma performansı arasındaki ilişki, istikrarlı ve durağan olmayan dönemlerde de değişmektedir ki, bu da ilişkinin küresel ekonominin durumuna bağlı olmakla sektör türü tarafından yönlendirildiğinin bir göstergesidir.

2.5.10 Tanzanya'da Kurumsal Yönetim ve Finansal Performansa Genel Bir Bakış

Tanzanya, Doğu Afrika'da yer alan gelişmekte olan bir ülkedir, ülke 1980'lerde ekonomik liberalleşme sürecinden geçmiştir (ACGN, 2016). Tanzanya'da kurumsal yönetimin gelişimi, açık bir şekilde iki ana cephe tarafından yönlendirilmekteydi. Birincisi, ülkeye doğrudan yabancı yatırımları çekmek için aynı yolu izlemeye zorlayan kurumsal yönetimdeki uluslararası gelişmelerdir. İkincisi, NEPAD başta olmak üzere kurumsal yönetime yönelik Afrika Birliği girişimleridir (Waweru ve diğerleri 2019).

Tanzanya'daki ana kurumsal yönetim düzenleyicileri, Şirketler Yasası ve 1994 tarihli Sermaye Piyasaları ve Menkul Kıymetler Yasası'dır (Magalla, 2018). Tanzanya, Britanya tarafından sömürgeleştirilmiş bir ülkedir, bu nedenle 1929 tarihli İngiliz şirketler hukuku Tanzanya'da 1932 yılından itibaren uygulanmaya başlanmıştır. Bu yasa, Tanzanya'daki Anglo-Sakson kurumsal yönetim modeli için temel çerçeve sayılmaktadır. Şirketler kanunu birkaç kez değiştirildi, en son değişim 2002 yılında yapılmıştır. Tanzanya'daki tüm kamu şirketleri 2002 Şirketler Yasası tarafından düzenlenmektedir (Soud ve Aypek, 2020). 2002 Tanzanya Şirketler Yasası, finansal raporlama için temel gereksinimleri sağlar ve ayrıca şirketleri, şirket işlemlerinin gerçek ve adil görünümünü temsil eden finansal tablolar yayınlamaya zorlanmıştır.

1994 yılında, Tanzanya'da borsalar ve ilgili diğer hususlara ilişkin etkin düzenlemeler oluşturmak amacıyla düzenli, adil, verimli ve şeffaf bir sermaye piyasası düzenleyici kurumunun geliştirilmesini teşvik etmek ve kolaylaştırmak için bir Sermaye Piyasası ve Menkul Kıymetler Kurumu kurmak üzere Sermaye Piyasaları ve Menkul Kıymetler Yasası çıkarılmıştır. Yasa'nın IX Bölümü, sahte ticaret ve piyasa manipülasyon

faaliyetleri ve içeriden bilgi ticaretini içerebilecek eylemleri yasaklamaktadır. Menkul kıymetlerin piyasa fiyatını şişiren veya düşüren veya dalgalanmalara neden olan sahte işlemlerin veya yasadışı manipülasyonun kullanılması da yasaklanmıştır. Cezası, en az 5.000.000 Tanzanya Şilini para cezası, en az beş yıl hapis veya her ikisi olabilmektedir (Magalla, 2018). Sermaye Piyasası ve Menkul Kıymetler Kurumu 2002 yılında Tanzanya'da Halka Açık Şirketlerin Kurumsal Yönetim Uygulamaları başlıklı bir yönetim yasası yayınlanmıştır. Yasa, yönetim kurulunun rolüne odaklanırken, şirketler, hissedarların zamanında bilgiye erişimini iyileştirmek için ilgili bilgileri web sitelerinde açıklamaları konusunda teşvik edilmektedir (Waweru ve diğerleri, 2019). Yasa ayrıca isteğe bağlıdır, bu nedenle 'uy veya açıkla' yaklaşımını uygulamaktadır. Tanzanya'daki finans sektöründe de önemli yapısal değişiklikler olmuştur, nitekim Tanzanya'nın finans sektöründe, özel yatırımdaki büyüme ve gelişme ile hızlı bir büyüme yaşanmaktadır (Soud ve Aypek, 2020). 2008 yılında ülkenin merkez bankası olarak hizmet veren Bank of Tanzania, Bankalar ve Finansal Kurumlar Yönetim Kurulu Esasları başlıklı kurumsal yönetim yasasını yayınlanmıştır. Bankalar ve diğer finans kuruluşları bu yasaya ve ayrıca 2006 tarihli Banka ve Finans Kurumu Yasası hükümlerine uymak zorundadır. 2012 yılında da Tanzanya Yönetim Enstitüsü kurulmuştur.

Tanzanya'da kurumsal yönetimi geliştirmek için çok fazla girişim yoktur, ancak son zamanlardaki ampirik çalışmalar kurumsal yönetimin şirketlerin finansal performansı ile ilgili olduğunu göstermektedir. Soud ve Aypek, (2020), 2010 ve 2019 yılları arasındaki 10 yıllık dönemi kapsayan 11 ticari bankanın verilerini analiz ederek kurumsal yönetimin Tanzanya ticari bankalarının verimliliği üzerindeki etkisini araştırmıştır. Analizlerde Veri Zarflama Analizi (VZA) ve regresyon analizi kullanılmış ve yönetim kurulu büyüklüğü ve yönetim kurulu yapısının bankaların verimliliği üzerinde önemli bir etkisi olduğu tespit edilmiştir. Assenga (2021)^a ayrıca yönetim kurulu yapısı, yönetim kurulu büyüklüğü, bağımsız yöneticiler ve CEO ikiliğinin Tanzanya'da borsaya kote şirketlerin şirket finansal performansı üzerindeki etkilerini de incelemiştir. O, 2006'dan 2018'e kadar 120 şirket yılı gözlem verilerini analiz etmiş ve analizler için dengeli panel verilerine ilişkin Olağan En Küçük Kare (EKK) regresyonu, Rastgele etki regresyon modeli ve İki Aşamalı En Küçük Kare (2SLS) modelini kullanmıştır. Araştırmacı, yaptığı analizlerin sonucunda; yönetim kurulu boyutunun küçülmesinin, bağımsız yöneticilerin oranının yüksek olmasının ve başkan ve genel

müdür pozisyonlarının ayrılmasının şirketin finansal performansı üzerinde olumlu ve anlamlı bir etkiye sahip olduğunu tespit etmiştir. Başka bir farklı çalışmada, Assenga (2021)^b, yabancı yöneticilerin Tanzanya borsasında işlem gören şirketlerin finansal performansı üzerindeki etkisini incelemiştir. O, EKK analiz yöntemini kullanarak 2006-2018 yılları arasında 120 şirket yılı gözlem verilerini analiz etmiştir. Çalışmanın sonuçları, yabancı yöneticilerin, şirketin yönetim kuruluna, genel müdür'e ve üst yönetim sorunlarına etkili ve verimli bir gözetim ve tavsiye sağlayarak şirket performansını artırdığını göstermektedir.

2.5.11 Uganda'da Kurumsal Yönetim ve Finansal Performansa Genel Bir Bakış

Uganda bakır, altın ve petrol gibi birçok doğal minerale zengin bir Doğu Afrika ülkesidir. Uganda, bağımsızlığını kazanmasından bu yana politik açıdan ekonomi çalkantıları yaşanmıştır. Uganda, 1962'de İngilizlerden bağımsız ülke olmuştur ki o dönemde Uganda canlı bir ekonomiye sahipti ve Sahra Altı Afrika'da model bir ülke olarak görülmekteydi. Bağımsızlığını kazandıktan kısa bir süre sonra, Başkan Obote Hükümeti, sol eğilimli bir siyaset felsefesinin öne çıkmasıyla çok uluslu birkaç şirketi kamulaştırmaya başlamıştır. Bu politika Başkan İdi Amin tarafından devam etmişti, ancak Amin yönetimi zamanında iş dünyasının kontrolünü yerli Ugandalılara geri vermek için Ugandalı olmayan Asyalıları kovmaya başlamıştı. Ekonominin bu millileştirilmesi süreci her ne kadar gelişigüzel yapılmış olsa da, birçok deneyimli iş adamının kaybına, yatırımcıların ve uluslararası iş dünyasının güveninin kaybolmasına neden olmuştur. Bu durum, yönetim becerilerinin eksikliği, siyasi istikrarsızlık ve yetersiz döviz ihtiyacı nedeniyle ekonominin tamamen çökmesine neden olmuştur (Wanyama ve diğerleri, 2013). O zamandan beri Uganda, kendini yabancı yatırımcılar için uygun bir destinasyon olarak pazarlamaya çalışmakta ve son yıllarda hizmet sektörünün makul bir ekonomik büyümesine ve hızlı gelişimine tanık olmaktadır. Dolayısıyla, Uganda Yatırım Kurumu, hem yerel hem de yabancı yatırımı daha fazla teşvik etmek amacıyla 1991 yılında kurulmuştur (Wanyama ve diğerleri, 2009). Bu doğrultuda 1993 yılında, Hükümetin 1991 tarihli Kamu Teşebbüsü Reformu ve Elden Çıkarma Yasası ve 1991 Kamu Teşebbüsü Reformu ve Elden Çıkarma Eylem Planını kolaylaştırmak için Kamu Teşebbüsleri Reformu ve Elden Çıkarma Yasası (PERD) çıkarılmıştır. Bu dönemde 137 KİT'ten 106'sı özelleştirme için ayrılmıştır (Wanyama ve

diğerleri 2013). Ülkedeki sermaye piyasası endüstrisini teşvik etmek, izlemek ve düzenlemek amacıyla Sermaye Piyasası Kurumu'nun kurulmasının önünü açmak üzere 1996 yılında Sermaye Piyasası Kurumu Kanunu çıkarılmış ve 1998 yılında Uganda Kurumsal Yönetim Enstitüsü kurulmuştur (ACGN, 2016).

Uganda ayrıca çeşitli kurumsal skandallara ve başarısızlıklara tanık olmuştur. 1990'larda Greenland Bankası, Trans-Afrika Bankası, Trust Bankası ve Co-operative Bankası gibi şirketler, zayıf kurumsal yönetim mekanizmaları, şeffaflık eksikliği, muhasebe sahtekarlığı ve içeriden bilgi alım satımına yönelik yapılan işlemler nedeniyle çökmüşlerdi. Bunların çöküşü, Uganda'da daha iyi kurumsal yönetim düzenlemelerine duyulan ihtiyacı yeniden gündeme getirdi (Wanyama ve diğerleri, 2013). Sonuç olarak, 1993 yılında, bankaların ve diğer finansal kurumların faaliyetlerini düzenlemek için Uganda Bankası Tüzüğü hazırlanmıştır. Temmuz 1999 yılında, Uganda Bankası, ülkedeki finansal kurumları dört (4) farklı kategoride sınıflandıran bir politika bildirisi yayınlamıştır; I. kategoriye, bireysel ve kurumsal müşteriler için yerel ve uluslararası para biriminde tasarruf ve vadeli mevduat hesabı açmaya yetkili ticari bankalar, II. kategoriye Kredi Kuruluşları, III. kategoriye Mikrofinans ve Mevduat Kuruluşları, IV. kategoriye ise Bank of Uganda'nın himayesi altında olmayan diğer finansal kuruluşlar dahil edilmiştir. Bu tür kurumların mevduat kabul etmesi ve tutması yasaktır, ancak halka teminatlı veya teminatsız kredi verebilirler. Bunlarla birlikte IV. kategoriye dahil edilen finansal kurumlar 1991 tarihli Kooperatif Yasası kapsamında düzenlemiştir (Wakaisuka-Isingoma ve diğerleri 2016; Nalukenge ve diğerleri 2017).

Bunlara ek olarak, Sigorta Düzenleme Kurumu (IRA) 1996 yılında hazırlanmış ve 2000 yılında bir sigorta yasası olarak yürürlüğe girmiştir. IRA'nın temel amacı, Uganda'daki sigorta endüstrisinin etkin yönetimini, denetimini ve düzenlenmesini sağlamak ve yönlendirmektir (Wanyama ve diğerleri 2013). Ayrıca, Uganda bankacılık sektörü 2000'li yılların başında ve en son 2014'te önemli bir yeniden yapılandırmaya yapıp bunun sonucu olarak birkaç bankanın iflas ettiği ilan edildi, birkaçı merkez bankası tarafından devralınmış ve daha sonra satılmış veya kapatılmış (Wakaisuka-Isingoma et al. 2016). 2004 yılında Finansal Kurumlar Kanunu çıkarılmış; Kanuna göre, bankaların en az 5 üyeden oluşan bir yönetim kurulu olmalı ve yönetim kurulu başkanı icrada görevli olmayan bir yönetici olmalıdır (Musali, 2010).

Uganda Kurumsal Yönetim Enstitüsü, 2002 yılında “Kurumsal Yönetim Kılavuzu: Uganda için Önerilen Yönergeler” başlıklı Uganda’nın ilk kurumsal yönetim yasası yayınlamış. 2003 yılında, Sermaye Piyasası Kurumu, Uganda Menkul Kıymetler Borsası’nda işlem gören şirketlere yönelik Kurumsal Yönetim Yönergelerini de yayınlamıştır. Yönerge 2012 yılında revize edilmiştir. Ayrıca, Uganda Bankası Şubat 2005’te Finansal Kurum (Kurumsal Yönetim) Yönetmeliği No. 47, 2005 olarak bilinen zorunlu bir yasal kurumsal yönetim düzenlemesi yayınlamış (ACGN, 2016). Tüm şirketler, 2012’de değiştirilen 1964 tarihli Şirketler Yasası’nın düzenlemelerine de uymak zorundadır. Uganda’da iyi yönetimin teşvik edilmesinde diğer devlet kurumları da önemli bir rol oynamaktadır. Bu kurumlar; Uganda Yeminli Mali Müşavirler Enstitüsü, Uganda Gelir İdaresi ve Ulusal Çevre Yönetim Kurumudur (Wanyama ve diğerleri, 2009).

Rogers (2008), Pearson korelasyonunu kullanarak Uganda’daki kurumsal yönetimin temel ilkelerini ve ticari bankaların finansal performansını araştırmış ve Uganda’nın 36 ticari bankasının verilerini analiz etmiştir. O, yaptığı araştırma ve analizin sonucunda; kurumsal yönetimin Uganda’daki şirketlerin finansal performansını olumlu etkilediğini tespit etmiştir. Nalukenge ve diğerleri ise (2017) Uganda’daki mikrofinans kuruluşlarının finansal raporlaması (ICFR) üzerindeki kurumsal yönetim ve iç kontroller arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Onlar 70 Ugandalı mikrofinans kuruluşunun yatay kesit verilerini çoklu regresyon yöntemi ile analiz etmiş ve yönetim kurulu rolü performansı ve yönetim kurulu uzmanlığının, mikrofinans bankalarının finansal raporlaması üzerindeki iç kontrolleri tahmin ettikleri sonucuna varmışlardır.

2.5.12 Zambiya’da Kurumsal Yönetim ve Finansal Performansa Genel Bir Bakış

Zambiya, Afrika’nın güney bölgesinde yer alan orta gelirli bir ülkedir. Zambiya, ayrıca Afrika’da en hızlı büyüyen 10 ülkeden biridir; Ülke, yüksek madencilik faaliyeti ve bakır fiyatlarındaki artış nedeniyle GSYİH’sında yıllık ortalama %7’lik bir büyüme göstermektedir, Bununla birlikte, Zambiya, tedbirli piyasa serbestleştirme politikalarıyla birlikte sağlam bir makroekonomik yönetim sistemine sahiptir (ACGN, 2016).

Zambiya’da kurumsal yönetimin gelişimi, CACG işbirliğiyle Zambiya Kurumsal Yönetim Ulusal Görev Gücü’nün kurulduğu 1998 yılına kadar izlenebilir. Görev Gücü,

2000 yılında Zambiya'da Yönetim Enstitüsü'nü kurulmuş (ACGN, 2016). Zambiya'daki kurumsal yönetim, yasalar, yönetmelikler, yönergeler ve kurallar temel alınarak kurulmuştur. 1994 Şirketler Yasası olarak bilinen Zambiya Şirketler Hukuku, Zambiya'daki şirketler hukuku ve kurumsal yönetim uygulamalarının ana kaynaklarından biridir. Ancak, Şirket Yasası, yöneticilerin mütevellî görevleri hakkında yeterli açıklamaya sahip değildir (Banda, 2013). Şirketler Yasası, Bankacılık ve Finansal Hizmetler Yasası, Rekabet ve Adil Ticaret Yasası ve Menkul Kıymetler Yasası gibi diğer yasalarla desteklenmektedir. Zambiya da 1990'larda Meridian BIAO ve Agri-Flora gibi şirketlerin, iyi kurumsal yönetim ilkelerinin, kurallarının ve düzenlemelerinin adaptasyonu ve uygulanmasındaki eksiklikler nedeniyle çökmesi gibi kurumsal skandallara ve kurumsal başarısızlıklara tanıklık yapmıştır. Ancak Zambiya'da Yönetim Enstitüsü'nün kurulmasından sonra kurumsal yönetim, Enstitü tarafından Zambiya'nın ulusal gündemine alınmıştır. Enstitünün kuruluşundan bu yana, Zambiya'nın kurumsal sektörünü duyarlı hale getirmek ve geliştirmek ve halkı kurumsal yönetimin faydaları ve önemi konusunda aydınlatmak için büyük çabalar sarf edilmiştir. Buna rağmen, Zambiya'daki şirketlerin iyi Kurumsal Yönetim uygulamalarına ne ölçüde uyduklarına dair neredeyse hiçbir kanıt yoktur (Banda, 2013).

Zambiya'da kurumsal yönetimi iyileştirme mücadelesinde bir başka dönüm noktası da Lusaka Menkul Kıymetler Borsası'nın kurulmasıdır. Lusaka Menkul Kıymetler Borsası, hükümetin ekonomide reform yapma planının bir parçası olarak 1993 yılında kurulmuştu. Lusaka Menkul Kıymetler Borsası'nın faaliyetleri, Menkul Kıymetler Yasası'na uygun olmakla birlikte, piyasa, Menkul Kıymetler Borsası Komisyonu tarafından düzenlenmektedir. Lusaka Menkul Kıymetler Borsası, Zambiya'da iyi kurumsal yönetimi teşvik etmede kilit bir rol oynamaktadır. Lusaka Menkul Kıymetler Borsası 2005 yılında Zambiya'da ilk kurumsal yönetim yasasını yayınlanmıştı. Yasa, Lusaka Menkul Kıymetler Borsası Kurumsal Yönetim Yasası olarak bilinmekle borsada işlem gören şirketler için geçerlidir. Yasa, Zambiya'da kurumsal yönetim için uluslararası kabul görmüş standartları uygulamaya yönelik yönergeleri kapsamaktadır. Yasa, diğer Afrika ülkelerindeki muadili gibi, şirketlerin her yılın üç ayı içinde uyum alanlarını özetleyen bir rapor sunmalarını veya uyumsuzlukları açıklamalarını gerektiren “uy ya da açıkla” yaklaşımını benimsemektedir (Banda, 2013). 2006 yılında, ülkenin merkez bankası olan Zambiya Bankası, Zambiya Kanunu'nun Bankacılık ve

Finansal Hizmet Yasası'nın 387. maddesi uyarınca yasal bir kurumsal yönetim yönergesi yayınlanmıştır. Yönerge, Bankacılık ve Finansal Hizmetler (Kurumsal Yönetim) Yönergesi olarak bilinmekle tüm banka ve finans kurumları için uygulanması zorunludur.

Zambiya'daki diğer kurumsal yönetim girişimleri arasında; Zambiya Yönetim Enstitüsü tarafından 2008 yılında yayınlanan Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler için Kurumsal Yönetim Yasası ve yine 2008 yılında Zambiya Yönetim Enstitüsü tarafından yayınlanan Kurumsal Yönetim Yasası ve Kurumsal Yönetim Yasasına ilişkin Yönerge yer almaktadır.

Zambiya'da kurumsal yönetimin ve finansal performansın etkisine ilişkin ampirik çalışmalar neredeyse yok derecesindedir. Var olan az sayıdaki çalışmalar ise Zambiya'daki öğrenciler tarafından yapılan, yayınlanmamış yüksek lisans ve doktora tezlerinden oluşmaktadır. Bunlar arasında; Kambobe (2017), Zambiya'daki Afrika Ulusal Kalkınma Bankalarının başarılı performansını engelleyen zayıf kurumsal yönetimin nedenlerini ve etkilerini araştırmıştır. Çalışma, yönetim kurulu bağımsızlığının, geniş ve belirsiz yetkilerinin onun performansını önemli ölçüde etkilediğini ortaya koymuştur. Chikuta (2020), kurumsal yönetimin Zambiya'daki KİT'lerin finansal performansı üzerindeki etkisini çoklu regresyon analizi kullanarak ve KİT'lerden 165 katılımcının veri örneğini analiz ederek araştırmıştır. O, yaptığı araştırmanın sonucunda; bağımsız komitelerin, yönetim kurulu büyüklüğünün ve yönetim kurulu yapısının, Zambiya'daki KİT'lerin finansal performansını olumsuz etkilediğini tespit etmiştir. Araştırmanın sonucu aynı zamanda, şirket ne kadar büyükse, finansal performansının da o kadar yüksek olduğunu göstermektedir.

2.5.13 Zimbabve'de Kurumsal Yönetim ve Finansal Performansa Genel Bir Bakış

1990'ların Zimbabve'si, 1980'deki bağımsızlığından önce ülkedeki politikaların yarattığı eşitsizlikleri ve adaletsizlikleri ele almaya yönelik titiz politika oluşturma ve girişimlerle karakterize edilmektedir (Moyo, 2016). Zimbabve, 1980 Anayasasını yürürlükten kaldırdı ve 2013'te yeni bir Anayasa çıkarmış. Yeni Zimbabve Anayasası, Zimbabve şirketlerinden beklenen iyi yönetim kalitesini yükseltmekte ve kurumsal yönetimi, güçlü ve gelişen bir ülkenin vazgeçilmez bir bileşeni haline getirmektedir.

Zimbabve, Afrika'daki en eski sermaye piyasalarından birine sahiptir. Zimbabve Menkul Kıymetler Borsası, başlangıçta madencilik şirketleri için bir öz kaynak sağlamak amacıyla 1896'da kurulmuştu. Piyasa, 1996 tarihli Zimbabve Menkul Kıymetler Borsası Yasası ile düzenlenmektedir. Afrika'nın en eskilerinden biri olmasına rağmen, piyasa uluslararası standartlara göre küçüktür, çünkü borsaya kote bir şirketin yabancı hisse sahipliği %40 ile sınırlıdır ve hiçbir yabancı hissedar bir şirketin hisselerinin %10'undan fazlasına sahip olamaz (Mangena ve Tauringana, 2006). Ancak, 1991 yılında uygulamaya konulan finans sektörü reformları, ekonomide pazar bölümlendirmesinin kaldırılmasına yol açıp ekonominin finans sektörüne daha fazla şirketin girmesini kolaylaştırmıştır. Ticaretin serbestleştirilmesi aynı zamanda ekonomiyi, ithalata bağımlı bir ekonomiden tamamen piyasa odaklı bir ekonomiye taşımaya da yardımcı olmuştur (Tsumba, 2001).

Zimbabve'de kurumsal yönetimin gelişimi, 1993 yılında Zimbabve'deki Yönetim Enstitüsü'ne (IOD) ve Birleşik Krallık Yönetim Enstitüsü'ne bağlı olarak izlenebilir. Zimbabve Yönetim Enstitüsü, Birleşik Krallık'ın iyi kurumsal yönetim tavsiyelerine uyumu onaylayarak iyi kurumsal yönetim ilkelerini desteklemektedir (Mangena ve Tauringana, 2006). Zimbabve'nin kurumsal yönetimini iyileştirmek için teknik yardım, IFC, Dünya Bankası, CACG, Afrika Yönetim Hizmetleri Şirketi (AMSCO), OECD ve Danimarka Hükümeti tarafından sağlanmıştır (Moyo, 2016).

Zimbabve, 1996 yılında ilk Kurumsal Yönetim Yasasını yayınlamış; bu yasa 2015 yılında Zimbabve Kurumsal Yönetim Ulusal Yasası olarak revize edilmiştir. Yasanın revize edilmesine 2008 yılında Dube C.F.'nin başkanlığında başlanmıştır. Yasa, Zimbabve Kurumsal Yönetim Ulusal Yasası olarak güncellendikten sonra, 2014 yılında Başkan Mugabe tarafından imza atıp Nisan 2015'te ise resmi olarak yürürlüğe girmiştir. Bay Dube'ye göre, yasa, Zimbabve'nin ana ticaret ortaklarıyla iş yapmayı basitleştirmek için güncellenmiş ve uluslararası kurumsal yönetim standartlarıyla uyumlu hale getirilmiştir (Moyo, 2016). Yasa gönüllülük ilkesine dayanmaktadır ve yasaların kurumsal yönetim çerçevesinin temel kaynağı olduğunu ve gönüllü kuralların yalnızca yasaların bir tamamlayıcısı olduğunu kabul etmektedir (Maune, 2017).

2004 yılında ülkenin merkez bankası olarak hizmet veren Zimbabve Rezerv Bankası da kendi Kurumsal Yönetim İlkelerini yayınlamıştır. Yönetim ilkelerinin

yayınlanmasından önce, 1990'ların sonlarında bankalar ve diğer finansal kuruluşlar, kurumsal yönetimle ilgili bir dizi sorunla karşı karşıya kalmışlar. Bu kuruluşlardan bazıları çöktü, bazıları ise yakın bir çöküşün önlenmesi amacıyla Rezerv Bankası tarafından devralındı. Bu, 2000 yılında Bankacılık Kanunu'nun yürürlüğe girmesine ve ardından Zimbabwe Merkez Bankası Yönergesi no-01-4004/BSD Kurumsal Yönetim'in geliştirilmesine yol açmıştır (Tsumba, 2001; ACGN, 2016).

27 Kasım 2010 tarihinde, Zimbabwe Devlet Teşebbüsleri ve Kamu İktisadi Teşebbüsleri Bakanlığı, Devlet Teşebbüsleri ve Kamu İktisadi Teşebbüsleri için bir Kurumsal Yönetim Çerçevesi yayınlamış. Bu çerçeve, kuruluşların uygulaması haline gelen yaygın yolsuzluk ve etik olmayan davranışları baz alarak yayınlanmıştır (Zvavahera ve Ndoda, 2014). Çerçevenin temel amacı, KİT'lerin Zimbabwe ekonomisine olumlu katkıda bulunabilmeleri için verimliliği ve hesap verebilirliği teşvik etmektir (Moyo, 2016).

Zimbabwe'de iyi yönetimin teşvik edilmesine katkıda bulunan diğer mevzuat ve kurumlar arasında şunlar yer alanları; değiştirilmiş şekliyle 1951 Şirketler Yasası, 2009 Kamu Mali Yönetimi Yasası, Yolsuzlukla Mücadele Komisyonu ve Zimbabwe Yeminli Mali Müşavirler Enstitüsü (Mangena ve Tauringana, 2006; Zvavahera ve Ndoda, 2014; Moyo, 2016).

Ayrıca Zimbabwe'de kurumsal yönetimin finansal performansla ilişkisine dair birçok ampirik çalışma bulunmaktadır. Shungu, Ngirande ve Ndlovu (2014), kurumsal yönetimin Zimbabwe'deki ticari bankaların performansı üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Onlar, 2009'dan 2012'ye kadar Zimbabwe'deki ticari bankaların verilerini analiz etmek için çoklu regresyon analizi kullanmış ve yönetim kurulu yapısı, yönetim kurulu çeşitliliği ve banka performansı arasında pozitif bir ilişki olduğunu tespit etmişlerdir. Sandada, Manzanga ve Shamhuyenzva (2015) ise Zimbabwe'deki hayat dışı sigorta şirketlerinde yönetim kurulu özellikleri ile şirket performansı arasındaki ilişkiyi incelemiştir. Onlar, yönetim kurulu özelliklerinin aşağıdaki şekilde olduğunu ortaya koymuşlardır; yönetim kurulu yapısı, yönetim kurulu çeşitliliği, yönetim kurulu büyüklüğü ve genel müdür ve yönetim kurulu başkanı pozisyonlarının ayrılmasının, hayat dışı sigorta şirketlerinin performansı ile anlamlı ve pozitif bir ilişkiye sahip olmaktadır. Maune (2017), güvenilir kurumsal yönetimin Zimbabwe'deki

ekonomik büyüme üzerindeki etkisini çoklu doğrusal regresyon kullanarak analiz etmiştir. O, 1968-2015 dönemi için Dünya Bankası'nın Dünya Çapında Yönetim ve Dünya Kalkınma Göstergeleri veritabanlarından toplanan verileri analiz etmiştir. Yaptığı analizlerin sonuçları, güvenilir kurumsal yönetimin Zimbabve'deki ekonomik büyüme ile önemli ölçüde ilişkili olduğunu doğrulamıştır.

2.6 ARAŞTIRMA ÜZERİNE PROBLEMLERİN AÇIKLANMASI

Yüksek profilli şirketlerin küresel çöküşü ve son yirmi yılda özellikle 2008/2009 mali krizleri zamanı dünyanın neredeyse her yerini sarsan şirket skandallarıyla birleşen muhasebe sahtekarlığı, firmalardaki kurumsal yönetim hükümlerinin yetersizliği, özellikle şirketlerin yönetim kurullarının etik kuralları ve performansı ile sıkı bir şekilde alakalı olmuştur (Şener, Varoğlu ve Aren, 2011).

Afrika'da daha önceki araştırmalar, iyi kurumsal yönetimin kurumsal sorumluluğu teşvik ettiğini ve nihayetinde yerel ve yabancı yatırımcıları çekmek için bir temel olabilecek şirketlerin itibarını artırdığını da göstermektedir. İyi kurumsal yönetim, aynı zamanda, Afrika'nın ticari imajının sembolü olarak algılanan yolsuzluğa ve etik olmayan iş uygulamalarına karşı önlem ve kısıtlama olarak da görülmektedir (Armstrong, 2003; Rossouw 2005). Bu nedenle, son yıllarda, özellikle son küresel mali krizden sonra, bir kıta olarak Afrika, akademik çevreler, profesyoneller ve hem endüstriyel, hem yerel hükümet hem de uluslararası düzeylerdeki politika yapıcıları tarafından kurumsal yönetime artan bir ilgiye tanıklık yapmaktadır. Kurumsal yönetim mekanizmaları şirket performansı için çok önemlidir, ancak bu düzeyde endişe uyandıran asıl soru, mekanizmaların bir ülkeden diğerine ve bir kıtadan diğerine ne ölçüde değişiklik göstermesidir.

Afrika genellikle geleneksel olarak uluslararası yatırımcılar tarafından riskli bir kıta olarak görülmektedir. Afrika ülkelerinin genellikle mülkiyet hakları, zayıf ve yozlaşmış bir yargı sistemi, makroekonomik istikrarsızlık, ticaret kısıtlamaları ve ekonomik faaliyetlerin ağır hükümet düzenlemeleri açısından zayıf bir kurumsal çevre ile karakterize edildiği varsayılmaktadır. Potansiyel yabancı yatırımcılar piyasa riskini, siyasi riski, döviz kuru riskini ve iş riskini değerlendirmeye isteklidirler, ancak kötü yönetimden kaynaklanan kanunsuzluk ve yolsuzluk risklerine müsamaha

göstermeyeceklerdir (Okeahalam ve Akinboade, 2003). Son yıllarda, 2008/2009 küresel mali krizinden sonra, iyi yönetimi geliştirmek için birçok reform uygulanmış olsa da, bazı Afrika ülkeleri hala az gelişmiş hisse senedi piyasalarına sahiptir ve hisse senedi piyasalarının çoğu Güney Afrika Ülkesi, Mısır ve Zimbabve (100 yıldan daha eski), Kenya ve Nijerya (yarım asırlık) hariç, 1990'larda ve 2000'lerin başında kurulmuştur. Bu ekonomilerden bazıları, çeşitli paydaşların çıkarlarını koruyan yetersiz yasa ve düzenlemelere sahiptir (Munisi ve Randoy, 2013).

Afrika ülkelerinin hisse senedi piyasaları, bu piyasaların büyümelerini, gelişmelerini ve borsada işlem gören şirketlerin faaliyetlerini etkin bir şekilde kontrol etmelerini engelleyen bir dizi sorunla karşılaşmıştır. Borsada işlem gören firmaların piyasadaki düşük sayısı ve düşük piyasa değeri, piyasaların geçmişteki ve karşı karşıya olduğu ciddi aksaklıkların bir yansımasıdır. Bu aksaklıklar arasında likidite sorunları, düşük işlem hacimleri, menkul kıymetlere olan düşük talep ve en önemlisi piyasa için düzenleyici kurulların kurulmasında önemli bir gecikme yer almaktadır (Karaye, 2014). İyi düzenleyici kurumlar mevcut olduğunda bile, yasa ve yönetmeliklerin uygulanması genellikle standartların altındadır (Okpara, 2011). Ayrıca, bu ekonomilerin çoğu oldukça bürokratik ve yozlaşmış olarak görülmektedir. Zayıf bir hukuk sisteminin piyasaların etkinliğini engellemesi durumu ekonomide düşük üretkenlik, yolsuzluk ve bürokrasiye yol açabilir, iyi bir hukuk sisteminin mevcut olduğu durumlarda ise ülkenin hukuk sisteminin etkinliğini engelleyebilir (Deflem, 1995; Kaufmann ve diğerleri, 2009; Munisi ve Randoy, 2013). Afrika pazarlarını zorlaştıran bir diğer konu da, Afrika ülkelerinin büyük ölçüde geçiş ekonomisine sahip olmasıdır. Dolayısıyla sorunlardan bazıları, çok sayıda KİT'in varlığını ve düşük finansal aracılığı içermektedir (Okeahalam ve Akinboade, 2003).

Afrika kıtası, Kuzey, Batı, Doğu, Orta ve Güney Afrika alt kıtalarına bölünmüş 54'ten fazla ülkeden oluşmaktadır. Bu çalışmanın odak noktası esas olarak Afrika'daki Ortak Hukuk ülkeleridir. Buna göre her ülkenin kurumsal yönetimdeki sorunu aşağıda kısaca ele alınmaktadır.

Afrika'da hisse senedi piyasalarının büyümesi ve gelişmesi son zamanlarda hızla artmaktadır. 1992'den 2006'ya kadar 14 yıllık bir süre içinde, Afrika borsalarının sayısı

dokuz (9) pazardan yirmi (20) pazara çıkmıştı. Bu piyasaların performansı, küresel finansal krizlerden önce de olağanüstü durumdaydı.

Örneğin, Gana Menkul Kıymetler Borsası, 2004 yılının ilk çeyreği sonunda, ABD'deki Standard & Poors'un %26'lık, Morgan Stanley Capital International Global Index'in %30'luk ve diğerlerinin yanı sıra Avrupa'da %32'lik bir getiriyle kıyasla, ABD doları bazında %144'lük bir yıl getirisi ile dünyanın en iyi performans gösteren piyasasıydı. Ayrıca Afrika'da, beş (5) Ortak Hukuk ülkesinin borsaları (Uganda, Kenya, Mısır, Mauritius ve Nijerya) 2003 ve 2004 yılları arasında en iyi performans gösterenler arasındaydı (Adjasi ve Biekpe, 2006). Bu başarılarla rağmen, 2008/2009 mali krizlerinden sonraki son eğilimler nedeniyle, Afrika'nın öz sermaye piyasaları yavaşlamış; 2016 yılında toplam özsermaye piyasası işlem sayısında %28, ABD doları bazında toplanan hasılat değerinde ise %33 bir düşüş kaydedilmiştir (PWC, 2017). Bu pazarların karşılaştığı sorunu tam olarak anlamak için her bir alt kıtaya ve Ortak Hukuk ülkelerine kısaca bakmak çok önemlidir.

Nijerya ve Gana, Batı Afrika'da sermaye piyasasına sahip tek Ortak Hukuk ülkeleridir. Nijerya, ekonomik açıdan Afrika'nın en büyük ve en kalabalık ülkesidir (ACGN, 2016). Nijerya'da kurumsal yönetim, büyük kurumsal skandallardan etkili ve verimli yasaların eksikliğine kadar çeşitli sorunlarla karşı karşıya kalmıştır. 1990'ların bankacılık çöküşleri ve diğer kurumsal başarısızlıklar, Nijerya'daki kurumsal skandallarla mücadele etmek için yetersiz düzenlemelerle ilişkilendirilmiştir. Nijerya'daki durum, hissedarları ve diğer paydaşların güvenini ciddi şekilde etkileyen birkaç kurumsal skandala yol açmıştır (Sanda ve diğerleri, 2005). Menkul Kıymetler Borsası, kurumsal yönetimde kilit rol oynayan çok önemli bir kurumdur. Ancak Menkul Kıymetler Borsalarının bu rolü etkin ve verimli bir şekilde yerine getirebilmesi için piyasanın nispeten büyük ve gelişmiş olması ve belirli bir düzeyde likiditeye sahip olması gerekmektedir (Ahunwan, 2002).

Nijerya Menkul Kıymetler Borsası, borsada işlem gören şirketlerin faaliyetlerini genişletmesini ve kontrol etmesini engelleyen bir dizi sorunla karşı karşıya kalmaktaydı. Nijerya Menkul Kıymetler Borsası 1960 yılında kurulmuştur (o zamanki adıyla Lagos Menkul Kıymetler Borsası), Nijerya Menkul Kıymetler Borsası'nın düzenlenmesinden sorumlu olan Nijerya Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu ise

1979 yılında, Nijerya Menkul Kıymetler Borsası'nın kurulmasından yaklaşık yirmi (20) yıl sonra kurulmuştur. Ardından, 1999 tarihli ilk Menkul Kıymetler ve Yatırım Yasası'nın yürürlüğe girmesi yirmi (20) yıl daha sürmüştür. Dolayısıyla, Nijerya Menkul Kıymetler Borsası, uygun bir yasal ve düzenleyici çerçevede olmaksızın neredeyse kırk (40) yıl boyunca faaliyet göstermiştir (Sanda ve diğerleri, 2005; Karaye, 2014). 1999 tarihli Menkul Kıymetler ve Yatırım Yasası'nın yürürlüğe girmesi, 1990'ların ortalarında Menkul Kıymetler Borsası'ndaki mali tabloların Cadbury Nijerya Plc tarafından tahrif edilmesi, direktörler, muhasebe dolandırıcılığı, içeriden bilgi alınmasına dair ilişkiler, hisse şantajı ve Lever Brothers Nijerya Plc'nin üst düzey yöneticileri tarafından şirketlere tedarik sözleşmelerinin kendi çıkarları doğrultusunda verilmesi gibi endişe verici ve yıkıcı skandallar tarafından harekete geçirilmiştir. Ayrıca, 2009 yılında sekiz (8) bankanın yönetim kurulunun, fonların büyük ölçüde kötü yönetimi ve içeriden suistimal nedeniyle görevden alınması da Nijerya'da kurumsal yönetimde için hala zorlukların olduğunu göstermiştir. Nijerya'daki yolsuzluk düzeyi, ekonomideki yasal ve düzenleyici sistemi zayıflatmıştır. Yolsuzluk, yaygın olarak zayıf kurumsal yönetim ile ilişkilendirilmiştir; üstelik ülkede kurumsal yönetimin verimsizliğini ve etkinliğini yaratan başka sosyo-politik, ekonomik, kültürel ve çevresel faktörler de bulunmaktadır (Adekoya, 2011). 2016 yılında ACGN, Nijerya'da kurumsal yönetimin önemli bir zayıflık alanının “düzenleyici kurulun gözetim işlevlerinin sınırlı uygulanması ve eylemin icrasının olmaması” olduğunu bildirmiştir (ACGN, 2016: 65).

Gana'da kurumsal yönetimle ilgili zorlukları arasında; temel olarak 1969 Şirketler Yasası'nın hakim olduğu yetersiz bir yasal çerçeve, yatırımcıların bilgisizliği, KİT'lerin faaliyetlerine hükümetin müdahalesi, yetersiz yönetim bilgi sistemleri ve ilgili yasaların uygulanmaması yer almaktadır (Okeahalam, 2004). Gana'daki finans piyasasının da oldukça pasif olduğu ve kurumsal yönetimden ziyade kısa vadeli kazanımlara yönelik olduğu düşünülmektedir (Abor ve Fiador, 2013). ACGN (2016) raporu ayrıca Gana'daki kurumsal yönetim düzenleyici kurulunun operasyonel zorluklarla, kaynak kısıtlamasıyla karşı karşıya olduğunu ve Güvenlik ve Değişim Komisyonunun hükümete bağlı olduğunu belirtmiştir.

Güney Afrika alt kıtası en fazla Ortak Hukuk ülkesine sahiptir; Zimbabve, Malavi, Zambiya, Lesoto, Namibya ve Botswana ile Güney Afrika Ülkesi kurumsal yönetimin

ön saflarında yer almaktadır. Güney Afrika Ülkesi, ekonomik açıdan Afrika'nın ikinci en büyük ülkesidir ve Afrika'daki en büyük ve en eski borsaya sahiptir. Bu nedenle, Güney Afrika Ülkesi'nin diğer ülkelerinden farklı olarak, Güney Afrika Ülkesi nispeten sağlam bir mali ve düzenleyici yapıya sahiptir (Ntim, 2009). Güney Afrika Ülkesi, diğer Afrika ülkeleri için bir ölçüt olarak hizmet eden sağlam kurumsal yönetim yönergeleri oluşturmada lider olmasına rağmen, aynı zamanda bazı zorluklarla karşılaşmış ve hala karşılamaktadır. Tarihsel olarak, Güney Afrika Ülkesi'nin borsasına altı (6) çok büyük madencilik finans kurumu hakim olmuştur. Bunlar büyük şirketlerden oluşmaktaydı ve merkezi olarak piyasanın kontrol edilmekteydi (Vaughn ve Ryan, 2006). Bu da hisselerin serbest dolaşımı ve azınlık hissedar hakları sorunlarını gündeme getirmiştir. Johannesburg Menkul Kıymetler Borsası 1991 yılında Afrika'nın en eski borsası olmasına rağmen, piyasanın en büyük beş yatırımcısı %84,9 ve 1997'de yaklaşık %66,4 hisseye sahipti (Ayogu, 2001). Nijerya'da olduğu gibi, Güney Afrika Ülkesi'nde de şirketler sektörünü baltalayan bazı rüşvet ve yolsuzluk vakaları rapor edilmiştir. Bir araştırma, Daimler-Chrysler'in bir yan kuruluşu olan Avrupa Havacılık Savunma ve Uzay Şirketi'nin (EADS), şirketin savunma ihalelerini kazanmasına yardımcı olmaları için üst düzey Güney Afrikalı yetkililere ve politikacılara rüşvet verdiğini ortaya çıkarmıştır (Okeahalam ve Akinboade, 2003). Güney Afrika Ülkesi'nin King Raporları da kendi kendini düzenlemeye dayanmaktadır ve şirketlerin uygulanmaması durumunda herhangi bir yaptırım ve ceza yoktur.

Benzer şekilde Zambiya'da, Lusaka Menkul Kıymetler Borsası Kurumsal Yönetim Yasası'nın etkin bir şekilde uygulanmadığı ve bunun da ticari kuruluşlar arasında kural ve düzenlemeler konusunda farkındalık eksikliğine yol açtığı bildirilmektedir. Ülkede yasaların yetersiz olduğu, bilgi edinme özgürlüğünün olmadığı ve mal varlığının açıklanmadığı da bildirilmektedir (AGCN, 2016). Yasa oluşturulmasına rağmen, belirli herhangi bir bölümüne uyulmasını zorunlu kılmamakta birlikte tüm yasa “uy ya da açıkla” ilkesine dayanmaktadır. Zimbabwe'de kurumsal sektörün karşı karşıya kaldığı en büyük zorluklardan biri, ülkede açıkça kabul edilmiş bir ekonomik çerçeve ve politikaların olmamaktadır. Namibya ve Botsvana'nın da yukarıda bahsi geçen diğer Güney Afrika ülkeleri gibi zayıf bir düzenleyici çerçeveye sahip olduğu bilinmektedir. Malavi'de ise Kurumsal Yönetim Kanunu'na uyum zayıftır ve ülkedeki şirketlerde yüksek ilişkili taraf işlemleri (related party transactions) kültürü vardır. Bunun nedeni,

şirket yöneticilerinin sorumluluk duygusunun eksik olmasıdır. Direktörlük gönüllü bir iş olarak kabul edilmektedir, bu da yönetim kurulunun karar vermede etkisiz kalmasına neden olmaktadır.

Doğu Afrika'da Kenya, Tanzania, Mauritius ve Uganda, bölgede sermaye piyasasına sahip Ortak Hukuk ülkeleridir. Kenya, bölgedeki en eski borsa piyasaya sahiptir. Abor ve Fiador (2013) tarafından yapılan bir araştırma, Kenya'nın kurumsal yönetim uygulamalarında, şirketlerin %14,4'ünün Genel Müdür ve yönetim kurulu başkanlarının aynı kişi olması, azınlık hissedar haklarının bazı açılardan eksik olması ve ülkede zayıf bir açıklama kültürünün olması anlamında bir zayıflık olduğunu göstermektedir. Diğer bir sorun ise Kenya'nın Şirketler Sicilinin 20.000'den fazla borsaya kote şirketi verimli ve etkili bir şekilde izlemek için yeterli kapasiteye, teknolojiye veya kaynağa sahip olmamasıdır (Okeahalam ve Akinboade, 2003). Kenya'da diğer kurumsal yönetim düzenlemelerinin uygulanması nispeten zayıftır. Öte yandan Moritius, ülkedeki kurumsal yönetim uygulamasını baltalayan zorluklarla da karşılaşmıştır. Bu zorluklar; yönetim kurulunda görev yapacak nitelikli insan sayısının yetersiz olması, kurullarda çeşitlilik olmaması, kamu yaptırımı için kurumsal çerçevenin olmaması, mülkiyetin tam olarak açıklanmaması ve grup yapısı ve kontrolü ile ilgili sorunları içermektedir. Bu nedenle, ülkede yönetim kurallarına önemli düzeyde uyumsuzluk söz konusudur (AGCN, 2016). Tanzania'daki menkul kıymetler borsasının yaşı çok gençtir. Nitekim Dar es Salam Menkul Kıymetler Borsası 1997'de faaliyete başlamıştı ve 2002'de ilk Sermaye Piyasaları ve Menkul Kıymetler Kurumu (CMSA) kurumsal yönetim yasasını yayınlamış. Tanzania'daki zorlukları arasında; kurumsal sektörde gelişim eksikliği, etkin piyasa ve yaptırım mekanizmalarının eksikliği ve azınlık hissedarların korunması için zayıf yasal ortam ve yüksek düzeyde yolsuzluk yer almaktadır (AGCN, 2016). Uganda'da, kurumsal sektör çoğunlukla tek mülk sahipleri veya ailelere ait olan küçük ve orta ölçekli işletmelerden ve büyük KİT'lerden oluşmaktadır. ACGN raporuna (2016) göre, Uganda'da kurumsal yönetimin karşılaştığı en büyük zorluk, kurumsal yönetim standartlarının uygulama ve icra stratejisinin eksikliğidir. Bu da çoğu firmanın kurumsal yönetim standartlarını sırf onları buna ikna eden bir yasa olmadığı için uygulamadığı bir duruma yol açmaktadır.

Kuzey Afrika alt kıtasında Mısır ve Sudan tek Ortak Hukuk ülkeleridir, ancak Sudan'ın hala bir sermaye piyasası yoktur. Mısır ayrıca zayıf bir yasal ve düzenleyici çerçeveye sahiptir ve Mısır'da iyi kurumsal standartların uygulanması çok düşüktür. Mısır, kurumsal yönetim standartlarına en düşük uyum oranına sahiptir; mevcut çalışmanın analizi sırasında, Mısır'ın hala çok yüksek icra başkanı ikiliği oranına ve UFRS'ye yüksek oranda uyumsuzluğa sahip olduğu tespit edildi. Mısır'daki diğer kurumsal yönetim zorlukları, ülkedeki ekonomik durgunluk, uluslararası mali yardıma bağımlılık, düzenlenmesi daha zor ve maliyetli olan büyüyen bir kayıt dışı sektör, suç ve şiddetteki büyüme ve döviz işlemlerinde önemli bir gecikmeyle birlikte döviz eksikliği gibi sorunlarla bağlantılıdır.

Özetlemek gerekirse, Afrika'nın Ortak Hukuk ülkelerinde kurumsal yönetim ile ilgili genel sorunlar aşağıdakileri kapsamaktadır: kurumsal skandallar, yolsuzluk ve en önemlisi, uyumluluğu teşvik edecek ve kasıtlı açıklanamayan uygunsuzlukları cezalandıracak zayıf yasal, düzenleyici ve uygulama sistemi, kurumsal skandallar arasında muhasebe sahtekarlığı, kötüye kullanım amaçlı işlemler, içeriden bilgi ticareti (bir dereceye kadar) ve ahlaki tehlike. Bu noktada, yukarıdaki argümanı analiz ederken, yukarıda bahsi geçen ülkelerin her birinde ve hemen hemen hepsinde belirtilen diğer tüm sorunlara yol açan temel sorunun, yasal ve düzenleyici sistemin zayıflığı ve/veya yaptırım eksikliği olduğunu vurgulamak önemlidir.

Bununla birlikte, zayıf bir yasal ortam, şirketlere, gönüllü olarak iyi kurumsal yönetim uygulamalarını uygulamayı seçerek potansiyel yatırımcıları çekecek sinyaller göndermek için kendilerini farklılaştırma fırsatı sunmaktadır. Bahsedildiği üzere, Afrika pazarları ve genel olarak ekonomilerle ilgili sorunlara rağmen, bu ülkelerin en iyi kurumsal yönetim uygulama yasaları, Birleşik Krallık, ABD, OECD ve diğer İngiliz Milletler Topluluğu ülkeleri gibi gelişmiş ülkelerin yasalarından kaynaklanmaktadır. Bu mevzuat ve en iyi uygulama yönergeleri, diğer ülkelerde bahsi geçen gelişmiş ülkelere yatırımçıları çekmek için kabul edilmiştir. Bununla birlikte, az gelişmiş pazarlar, zayıf hukuk sistemleri ve yukarıda açıklananlar gibi Afrika ülkelerinin özellikleri, Afrika'daki kurumsal ortamı gelişmiş ülkelere çok farklı kılmaktadır. Dolayısıyla, bu araştırmanın ele almayı amaçladığı ilk sorun şudur: ***Birleşik Krallık ve ABD gibi gelişmiş ülkelere benimsenen en iyi kurumsal yönetim uygulama***

kurallarının Afrika pazarlarında verimli ve etkin bir şekilde uygulanabilir olup olmadığı; bundan sonra Afrika'daki şirketlerin finansal performansının iyileştirilmesidir.

2.7 ARAŞTIRMA SORUNLARI VE HİPOTEZLERİ

Bu düzeyde şunu belirtmek gerekir; Bu araştırma, yazarın bilgisi dahilinde olmak üzere, şirket düzeyinde kurumsal yönetimin on üç (13) Ortak Hukuk Afrika ülkesinde borsaya kote şirketlerin finansal performansı üzerindeki etkisini ampirik olarak inceleyen ilk ampirik araştırmadır. Diğer araştırmacılar ilişkiyi dört ülkede incelerken (Kyereboah-Coleman 2007; Abor ve Fiador, 2013 gibi), bu araştırmaya yakın en kapsamlı araştırmalar Güney Afrika Ülkesi, Zimbabwe ve Namibya dışında Sahra altı Afrika ülkeleri üzerine yapılan araştırmalardır, bunlar: Nganga ve diğerleri (2003); Munisi ve Randoy, (2013) kapsamaktadır. Mevcut araştırmaya sadece Zimbabwe, Namibya ve Güney Afrika Ülkesi değil, aynı zamanda Ortak Hukuk ülkesi olduğu için Mısır da dahil edilmiştir. Bu araştırmanın arka planını oluşturan “Afrika'daki her bir Ortak Hukuk ülkesindeki kurumsal yönetime genel bir bakışı ve Afrika'nın Ortak Hukuk ülkelerindeki kurumsal yönetim ile ilgili sorunları analiz ettikten sonra, açıkça görülmektedir ki;

- Tüm ülkelerdeki kurumsal yönetim kuralları ve yönergeleri doğası gereği gönüllüdür, bu nedenle “uy ya da açıkla” yaklaşımını uygulamaktadırlar.
- Hemen hemen tüm ülkelerin finans sektöründeki tüm şirketler, ilgili merkez bankaları tarafından uygulanan zorunlu kurumsal yönetim kurallarına uymak zorundadır. Bu nedenle, finans sektöründeki şirketler için kurumsal yönetim kuralları zorunludur.

Bu nedenle, bu araştırmanın amacına ulaşmak için Kurumsal Yönetim Endeksi (bu, bir sonraki bölümde ayrıntılı olarak ele alınacaktır) kullanarak bir (1) araştırma sorusu ve altı (6) hipotez geliştirildi. Araştırma sorusu şöyledir: Afrika'da kurumsal yönetim ilkeler ve mekanizmalarına yüksek düzeyde uyum var mı?

Alternatif formlarda aşağıdaki hipotezler de geliştirilmiş:

H₁: Afrika'daki şirketlerin finansal performansı ile kurumsal yönetim arasında pozitif ve anlamlı ilişki bulunmaktadır.

- H₂: Afrika'da kurumsal yönetim ve finansal performans arasındaki ilişkinin belirlenmesinde tüm kurumsal yönetim alt endeksleri eşit derecede önemlidir.
- H₃: En iyi uygulamanın kurumsal yönetim tavsiyelerinin gönüllü olarak benimsenmesi, Afrika'daki firmaların finansal performansını olumlu yönde etkilemektedir.
- H₄: Açıklama ilkesi, gönüllü olarak kurumsal yönetim tavsiyelerini benimsemeyi seçen Afrika'daki şirketlerin finansal performansı üzerinde en anlamlı olumlu etkiye sahiptir.
- H₅: Finans sektöründeki şirketlerin finansal performansı ile kurumsal yönetim arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.
- H₆: Kurumsal yönetim ile finans sektöründeki şirketlerin finansal performansları arasındaki ilişkinin belirlenmesinde tüm kurumsal yönetim alt endeksleri eşit derecede önemlidir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

ARAŞTIRMA TASARIMI VE YÖNTEMİ

3.1 BÖLÜM GİRİŞİ

Bu araştırmada, kurumsal yönetimin Afrika'nın Ortak Hukuk ülkelerindeki şirketlerin finansal performansı üzerindeki etkisi incelenmiştir. Bu bölüm, genel araştırma tasarımı ve bu çalışmada kullanılan metodolojiyi içermektedir. Bu bölümde çalışmanın amacı, çalışmanın önemi, motivasyon ve araştırmanın gerekçesi yer almaktadır. Bununla birlikte, bu bölümde araştırmayı gerçekleştirirken kullanılan yöntem ve prosedürlerden de bahsedilmiştir. Bu yöntem ve prosedürlere; araştırma tasarımı, çalışmanın evreni, veri toplama yöntemi, verilerin tanımı ve bu çalışmanın analizlerinde kullanılan değişkenler dahildir. Bu bölüm ayrıca içerik analizi tekniğini, panel veri regresyon analizini ve Genelleştirilmiş Momentler Yönetimini (GMM) içeren veri analizi ve ölçümü için kullanılan yöntemleri de içermektedir. Kısa girişten sonra, çalışmanın amacına değinilmiş, ardından bu araştırmayı gerçekleştirme motivasyonu ve gerekçesi ele alınmıştır. Çalışmanın önemi, araştırmanın tasarımı ve veri toplama üzerine kısa bir bilgi verilmesinin ardından açıklanmıştır. Bu, evren, veri türü, örnekleme ve çalışmanın örneklem büyüklüğü hakkında kısa bilgiyi içermektedir. Daha sonra, değişkenlerin tanımı yani bağımlı, bağımsız değişkenlerin ve bu araştırmada kullanılan kontrol değişkenlerinin tanımı yapılmış, ardından Model tanımlaması yapılmıştır. Bu bölümün son kısmında, bu araştırmada kullanılan veri analizinden ve sunum tekniklerinden kısaca bahsedilmiştir.

3.2 ÇALIŞMANIN AMACI

İkinci bölümde verilen araştırma problemini analiz ettikten sonra, Afrika'daki hükümetlerin kurumsal yönetimi doğrudan etkileyen somut reformlar başlatması gerektiği konusu ele alınmıştır. Bu reformlara; şirketler hukukunun güçlendirilmesi, etkin hissedar haklarının uygulanması için yasal sistemin reforme edilmesi ve sermaye piyasalarının serbestleştirilmesi dahildir. Bu araştırmanın, bahsi geçen reform süreçlerine ampirik kanıtlarla fayda sağlanmasına yardımcı olacağı umulmaktadır.

Finans, Hukuk, Ekonomi, Muhasebe, Yönetim ve Sosyoloji gibi çeşitli disiplinlerden farklı araştırmacılar ve akademisyenler tarafından kurumsal yönetimle ilgili çok sayıda literatür bulunmaktadır (Kiel ve Nicholson 2003). Fakat bu çalışmaların çoğu gelişmiş ülkelerde yapılmıştır. Bugüne kadar, gerek Sahra altı gerekse genel olarak Afrika şirketleri genelinde kurumsal yönetim uygulamalarına ilişkin ülkeler arası karşılaştırma ampirik çalışmaları sınırlı sayıda bulunmaktadır (Nganga ve diğerleri, 2003; Kyereboah-Coleman, 2007; Abor, J. ve Fiador, 2013,; Munisi ve Randoy, 2013). Afrika ülkelerinde kurumsal yönetim ve şirket performansı arasındaki ilişkiyi inceleyen mevcut çalışmaların çoğu tek ülkeli çalışmalardır (Munisi ve Randoy, 2013) veya iki Afrika ülkesi arasındaki karşılaştırmadır.

Bu çalışmanın temel amacı; *kurumsal yönetim mekanizmalarının Afrika'nın Ortak Hukuk ülkelerinin borsada işlem gören şirketlerinin finansal performansı üzerindeki etkisini incelemektir*. Ayrıca, bu çalışma aşağıdaki belirli hedeflere ulaşmak için hazırlanmıştır:

- Birleşik Krallık ve ABD gibi gelişmiş ülkelere benimsenen kurumsal yönetim düzenlemelerinin ve en iyi uygulama kurallarının Afrika piyasalarında verimli ve etkin bir şekilde uygulanıp uygulanmadığını ve böylece daha yüksek şirket finansal performansına yol açıp açmadığını incelemek.
- Bu kurumsal yönetim mekanizmalarının, içsellik sorunları ve seçim yanlılığını eşzamanlı olarak kontrol ettikten sonra, Afrika'nın Ortak Hukuk ülkelerindeki şirketlerin finansal performansını ne ölçüde etkilediğini analiz etmek.
- Zayıf yasal kurumların veya uygulama eksikliğinin, şirketleri kurumsal yönetimi geliştirmeye yönelik önlemleri gönüllü olarak benimsemeye teşvik edip etmediğini incelemek.
- En iyi uygulamaların kurumsal yönetim düzenlemelerinin gönüllü olarak benimsenmesinin finansal performansı nasıl etkilediğini incelemek.
- Afrika'da şirketlerin gönüllü olarak düzenlemeleri kabul etmesi durumunda, finansal performansın belirlenmesinde önerilen kurumsal yönetim düzenlemelerinden ve/veya ilkelerinden hangisinin daha önemli olduğunu incelemek.

- Şirketlerin kurumsal yönetim düzenlemelerini benimsemesi zorunlu olan sektör(ler)de kurumsal yönetim mekanizmalarının daha yüksek finansal performansı açıklayıp açıklamadığını öğrenmek.
- Şirketlerin kurumsal yönetim düzenlemelerini benimsemesi zorunlu olan sektör(ler)deki finansal performansın belirlenmesinde kurumsal yönetim düzenlemelerinden ve/veya ilkelerinden hangisinin daha önemli olduğunun daha detaylı incelenmesi.

3.3 ÇALIŞMANIN MOTİVASYONU VE GEREKÇESİ

Etkili ve verimli kurumsal yönetimin teorik olarak, yöneticiler ve hissedarlar, azınlık hissedarlar ve denetleyici hissedarlar ile hissedarlar ve alacaklılar arasında bir çıkar çatışmasının önlenmesiyle sonuçlanacağı öngörülmektedir; bu da daha iyi karar vermeyi sağlar ve daha iyi kurumsal performansa yol açmaktadır. Performansta böyle bir gelişme beklentisiyle, bir şirket, başka bir şirkette daha iyi kurumsal yönetime işaret eden haberlere ve bilgilere anında tepki verebilmektedir (Ranti, 2011). Kurumsal performans, şirketlerin genel kurumsal amaçlarını gerçekleştirmek için şirketlerin finansal kaynaklarının etkin bir şekilde kullanılma şekli ve yolu ile ilgili önemli bir kavramdır ve bu da şirketin sürekliliğini sürdürmeye yardımcı olmakta ve gelecekteki fırsatlar için daha iyi bir olasılık yaratmaktadır (Sunday, 2008).

Kurumsal yönetimin kalitesi, şirketin işlerinin hissedarlara değer katan ve şirketin varlıklarını koruyan bir şekilde yürütülmesi konusunda daha fazla güven sağlaması açısından hissedarlar için çok önemlidir. Bu, bir yandan yatırımcıların güvenini artırırken, aynı zamanda hissedarların yatırımlarına eşlik eden belirsizliği ortadan kaldırmakta veya azaltmakta, diğer yandan, şirketlerin operasyonel verimliliğini en üst düzeye çıkarmaktadır. Üstelik, yatırım getirilerini hızlandırmak için yöneticileri ve çalışanları motive eden bir iş ortamı üretecek ki şirketlerin performansını hızlandırıp bankaları ve kredi sağlayanları şirkete finansman sağlamaya teşvik etmeye yardımcı olan uzun vadeli verimlilik artışını iyileştirmektedir (Okeahalam ve Akinboade, 2003). Ayrıca iyi bir kurumsal yönetim çerçevesinin sermaye maliyetini düşürdüğüne ve tüm paydaşlara olumlu muamele edilmesini teşvik ettiğine inanılmaktadır (Claessens, 2003; Kyereboah ve diğerleri, 2006). Bunun nedeni, daha iyi kurumsal yönetimin bağlama ve izleme maliyetlerini düşürmesi ve dolayısıyla yatırımcıları bir firmanın gelecekteki

nakit akışları konusunda iyimser olmaya sevk etmesi ve bunun sonucunda firmanın hisse senedi fiyatlarını artırmasıdır (Jensen ve Meckling, 1976; Jensen, 1986; Ntim ve diğerleri, 2011; Ntim 2013). Ayrıca, hisse senedi fiyatları değer kazandığında, dış sermaye/finansmanla ilişkili maliyet ve risk azalma eğilimi göstermekte ve dolayısıyla daha iyi performansı artırmaktadır (La Porta, Lopez-De-Silanes, Shleifer ve Vishny, 2002; Black ve diğerleri 2006; Cheung ve diğerleri 2008; Ntim 2013).

Sürdürülebilir ekonomik büyümeyi ve gelişmeyi destekleyen ekonomik reformlar, birçok Afrika ülkesinin politik gündeminde önemli yer tutmaktadır. Bu reformlardan biri de finans ve sermaye piyasasındaki reformları içermektedir. Bu tür reformların bir yönü, üstün bir kurumsal yönetim uygulamasını teşvik etmek için sistem ve uygulamaların uygulanmasıdır (Munisi ve Randoy, 2013). Hem şirket düzeyinde hem de ülke düzeyinde kurumsal yönetim uygulamaları, yerel ve uluslararası yatırımları çekmek için kritik faktörlerden biri olarak kabul edilmektedir (Claessens, 2006).

Yukarıda belirtilen önemli hususlara rağmen, Afrika'daki kurumsal yönetim üzerine yapılan önceki ampirik çalışmalar, Afrika'daki Ortak Hukuk ülkeleri ile gelişmiş ülkelerin olanların arasındaki benzersiz kurumsal, kültürel ve bağlamsal farklılıkları yansıtmada başarısız olmuştur. Ortak Hukuk ülkelerini analiz etmeye çalışan birkaç araştırmacı, sadece birkaç ülkeyi; Güney Afrika Ülkesi, Nijerya, Kenya ve Gana'yı ele almıştır (örneğin, Kyereboah-Coleman 2007; Abor ve Fiador, 2013).

Dolayısıyla, bunlar mevcut araştırmayı yürütmek için motivasyonlardan biri olarak kabul edilmektedir. Bu kapsamda, bu çalışma beş ana bölgedeki (Batı, Doğu, Kuzey, Orta ve Güney Afrika) ülkelerin incelenmesiyle tüm Afrika kıtasına odaklanmaktadır. Çalışma, Ortak hukuk ülkelerinin aynı özelliklerini sergileyen ve eski İngiliz sömürge yönetiminden, İngiltere'nin Cadbury Raporu, ABD Sarbanes-Oxley Yasası ve Güney Afrika Ülkesi'nin King II ve III raporları gibi gelişmiş OECD piyasalarından türetilen aynı düzenlemeleri uygulayan ülkelere odaklanmaktadır (Hearn, 2011). Daha önce belirtildiği gibi, bu araştırma, yazarın bilgisi dahilinde olmak üzere, Afrika'daki on üç (13) Ortak Hukuk piyasasının tümünde borsaya kote şirketleri inceleyen ilk ampirik çalışmadır. Diğer bir motivasyon, Afrika'daki mevcut az sayıdaki ülkeler arası çalışmanın, sahiplik konsantrasyonu, yönetim kurulu büyüklüğü, icra başkanı ikililiği, yönetim kurulu yapıları, yönetim kurulu denetim komitesi, risk komitesi, vb. gibi

bireysel dahili kurumsal yönetim mekanizmalarının etkisini ayrı ayrı analiz etmesi gerçeğinden kaynaklanmaktadır. Bu mekanizmalar tek başlarına çalışmazlar, daha çok birlikte çalışırlar ve birbirlerini tamamlayıp desteklemektedir. Çok az sayıdaki çalışmada, kurumsal yönetimin tüm önemli mekanizmalarını yakalamak için Kurumsal Yönetim Endeksi kullanılmıştır. Bununla birlikte, önceki ülkeler arası çalışmaların çoğunda gösterilebilir bir takım kısıtlamalar vardır. Kısıtlamalardan biri; önceki çalışmaların bazılarında sübjektif analistlerin kurumsal yönetim derecelendirmelerini kullanmasıdır ve bununla ilgili en büyük sorun, bir şirketin yıllık raporlarının en iyi kurumsal yönetim uygulama için önerilen kurullarla ve ilkelerle incelenmesi ve karşılaştırılması yerine, tamamen analistlerin iyi kurumsal yönetim algılarına dayanmasıdır. Bu nedenle, araştırmacıların bulgularının sınırlı kanıt değeri olduğu düşünülebilir (Ntim, 2011).

Bu araştırmada, kurumsal yönetim mekanizmalarının etkisini tam olarak belirlemek için, dünya çapında Kurumsal Yönetim Endeksi'ni (KYE) kullanan önceki çalışmaların gözden geçirilmesiyle endeksimize dahil edilecek en önemli maddeleri seçmek için Kurumsal Yönetim Endeksi geliştirilmiştir. Geliştirilen Kurumsal Yönetim Endeksi (KYE), hemen hemen her ülke tarafından geliştirilen neredeyse tüm kurumsal yönetim en iyi uygulama kurullarının türetildiği OECD kurumsal yönetim ilkesine dayanmaktadır. Bu araştırmadaki KYE, toplam elli (50) iyi kurumsal yönetim ölçüsünden oluşan dört (4) alt endeksten ibarettir. Dolayısıyla bu, kurumsal yönetimin Afrika'daki şirketlerin finansal performans üzerindeki etkisini incelemeye karar vermenin temel kriterlerinin bir parçasını oluşturmaktadır.

3.4 ÇALIŞMANIN ÖNEMİ VE UYGULAMASI

Yukarıdaki gerekçe ile, bu araştırmanın diğer araştırmacılar için bir temel oluşturmaya, kurumsal yönetim ve kurumsal finansal performans alanında gelişmiş ülkeler ile gelişmekte olan ülkeler arasındaki uçurumu kapatmaya yönelik bir fikir sağlamaya büyük ölçüde katkıda bulunacağı umulmaktadır. Bu nedenle kurumsal yönetimin bu sınıftaki ülkelerin performansı üzerindeki etkisi önemli bir araştırma konusudur. Güney Afrika Ülkesi, Afrika'daki diğer ülkeler için bir ölçüt olarak hizmet edebilecek sağlam kurumsal yönetim yönergeleri ve düzenleyici çerçeveler oluşturmada lider olmuştur. Bununla birlikte, her Afrika ülkesinin kendisini benzer koşullara sahip bir grup ülkeyle

karşılaştırabilmesi de büyük önem taşımaktadır (Vaughn ve Ryan, 2006). Sonuç olarak, bu çalışmadan elde edilen sonuç, Afrika'daki her bir ülke tarafından ölçüm ve karşılaştırma için bir standart olarak kullanılabilir.

Bu çalışma aynı zamanda düzenleyiciler, mevcut ve potansiyel yatırımcılar, profesyoneller, akademisyenler, analistler, hükümet ve diğer ilgili paydaşlar için de önemli bir değere sahiptir. Yöneticiler ve yönetim kurulları, bu araştırmanın sonuçlarından elde ettikleri bilgileri, şirketlerin performansını rakiplerinin performansıyla kıyaslama zamanı çok önemli bir değerde bulacaklardır. Çalışma, bir şirketin finansal performansıyla daha iyi bağlantılı olan kapsamlı bir KYE'yi benimseyerek, Afrika'daki Ortak Hukuk ülkeleri hakkında gelecekteki araştırmalar için bir temel oluşturabilir. Bu araştırmada kullanılan örneklem ülkelerinin finansal piyasalarının tüm Afrika'yı temsil edebileceği varsayılmaktadır. Bunun nedenleri şu şekilde sıralanabilir:

- Afrika ülkelerinin kurumsal yönetim kurallarının çoğu ya Birleşik Krallık Cadbury raporundan, önerilen kurumsal yönetim OECD ilkelerinden vb.inden türetilen Güney Afrika Ülkesi'nin King Raporlarından türetilmiştir ya da doğrudan yukarıda bahsedilen gelişmiş ülkelerin tavsiye ettiği kurumsal yönetim ilke ve düzenlemelerinden türetilmiştir. Bu nedenle, tüm ülkeler bir şekilde benzer kurumsal yönetim düzenlemelerine sahiptir.
- Afrika Medeni Hukuk ülkelerinin menkul kıymetler borsaları çoğunlukla "konsolide" piyasalardır (Tunus, Fas, Cezayir ve Mozambik hariç).
- İki (2) "konsolide" finansal piyasası görülmektedir. Birinci; Benin, Burkina Faso, Fildişi Sahili, Gine-Bissau, Mali, Nijer, Senegal ve Togo gibi üye ülkelerden oluşan Bourse Régionale des Valeurs Mobilières (BRVM) 'dir:
- İkinci piyasa; Orta Afrika Cumhuriyeti, Çad, Ekvator Ginesi, Gabon ve Kongo Cumhuriyeti'lerinin dahil olduğu Bourse des Valeurs Mobilières de l'Afrique Centrale (BVMAC)'dir. Bu nedenle, Afrika Medeni Hukuk ülkelerinin %50'sinden fazlası iki piyasada konsolide edilmiştir ve iki piyasa mevcut çalışmada kullanılan piyasa sayısının yalnızca %15'ini temsil etmektedir.

Bu çalışma aynı zamanda, daha güçlü yasal, düzenleyici ve uygulama sistemlerine sahip daha gelişmiş bir sermaye piyasasında geliştirilen yasa ve ilkelerle ilgili olarak bir

şirketin kurumsal yönetim kural ve ilkelerini uyarlamasının bir tablosunu sunmaktadır. Ayrıca, şirketlerin kurumsal yönetim uygulamaları hakkında ne ölçüde rapor verdiklerini anlamaya ve en iyi uygulama kurallarının farklı bölümlerine uyup uymadıklarının yanı sıra uyumda zorlandıkları alanlara bir ışık tutmaktadır.

Buna bağlı olarak, bu çalışmanın sonuçlarından elde edilen çıkarımların, Afrika'daki politika yapıcılara (yalnızca Ortak Hukuk ülkelerinde değil) Afrika ülkelerindeki en iyi kurumsal yönetim kurallarını tasarlamada yardımcı olacağı varsayılmaktadır. Bu çalışmadan elde edilen sonuçlar, Afrika'daki borsa piyasalarına bir kurumsal yönetim derecelendirme endeksi tasarlama konusunda da yardımcı olabilmektedir. Son olarak, bu araştırmadan elde edilen sonuç, kurumsal yönetim alanında gelecekteki araştırmacılar için bir veri tabanı ve bir '*alt yapı çalışması*' olarak da hizmet edebilmektedir.

3.5 ARAŞTIRMA TASARIMI

Bu çalışmada, araştırmanın örneklemini seçmek için hem yargısal hem de rastgele örnekleme teknikleri kullanılmıştır. Araştırmada, ilk olarak 2013'ten 2019'a kadar ardışık yıllık faaliyet raporlar yayımlayan şirketleri seçmek için yargısal örnekleme kullanılmıştır. Şirketlerin listesini derledikten sonra araştırmacı, Nijerya, Güney Afrika Ülkesi, Zimbabwe, Kenya, Mısır, Gana, Malavi, Tanzanya, Uganda, Zambiya, Namibya, Botswana ve Moritius'u içeren 13 ülkeden ülke başına 84 şirketin şirket yılı gözlemini yapmış ve bu ülkelerden 12 şirket seçmek için rastgele bir örnekleme tekniği kullanmıştır. Renders ve diğerleri (2010) ile uyumlu olarak, bu çalışmada, örneklenen şirketlerin kurumsal yönetim uyum düzeyini belirlemek için borsada işlem gören şirketlerin yıllık raporlarının içeriğini değerlendirmek üzere bir Kurumsal Yönetim Endeksi kontrol listesi oluşturulmuştur.

Kyereboah-Coleman (2007) tarafından yapılan ilgili bir çalışmada araştırmacı, Afrika'da kurumsal yönetim ve bunun hissedar değeri maksimizasyonu üzerindeki etkisi üzerine bir araştırma yapmış ve 1997'den 2001'e kadar Nijerya, Kenya, Gana ve Güney Afrika Ülkesi borsalarından 103 şirketin yıllık mali raporuna dayanan ikincil verileri kullanmıştır. O, ayrıca Sanayi, İmalat, Madencilik, Tarım ve Hizmet sektörlerindeki şirketlerin verilerini örnekleme için yargısal bir örnekleme tekniği kullanmıştır.

Kyereboah-Coleman, finans sektörünü örneklemlerinden çıkarmak için Faccio ve Lasfer'in (2000) çalışmasını takip etmiş ve verilerin analizinde panel regresyon kullanmıştır.

Abor ve Fiador (2013) ayrıca kurumsal yönetimin Sahra altı Afrika'daki şirketlerin temettü ödeme politikaları üzerindeki etkisini araştırmıştır. Onlar, 1997-2006 yılları arasında Gana, Nijerya, Kenya ve Güney Afrika Ülkesi borsalarında işlem gören 525 şirketten oluşan bir örneklem kullandılar. Araştırmacılar aynı zamanda verilerini analiz etmek için eşzamanlı bir panel regresyonu kullandılar. Onların kullandıkları veriler, örnek alınan şirketlerin yıllık faaliyet raporlarından ve mali tablolarından alınmıştır.

Munisi ve Randoy (2013) tarafından yürütülen bir başka çalışmada, 2005'ten 2009'a kadar 10 Afrika Ortak Hukuk ülkesinde borsada işlem gören şirketlerin yıllık raporlarından çıkarılan veri örneklerini kullanarak Sahra Altı Afrika pazarlarındaki borsaya kote şirketlerin kurumsal yönetim en iyi uygulamalarını ne ölçüde benimsediği analiz edilmiştir. Bu ülkeler Nijerya, Kenya, Gana, Malavi, Tanzanya, Uganda, Zambiya, Namibya, Botswana ve Moritius'tur. Onlar, Yönetim Kurulu alt endeksi, Aydınlatma ve Şeffaflık alt endeksi, Ücretlendirme Komitesi ve Pay Sahipleri Hakları alt endeksi olmak üzere dört alt endeksten oluşan bir kurumsal yönetim endeksi oluşturdu. Endeks, etkin kurumsal yönetim uyumu ile ilgili 39 madde içermektedir. Endeksin Aktif karlılığı ve Tobin's Q'su üzerindeki etkisi Pearson korelasyonu ve dinamik Genelleştirilmiş Momentler Yöntemi (GMM) kullanılarak analiz edilmiştir.

Bu nedenle, önceki çalışmalar doğrultusunda ve bu çalışmaların sınırlılıkları göz önünde bulundurulmakla, mevcut çalışma, 2008/2009 küresel finansal krizlerinden sonra ve COVID-19 pandemisinin ortaya çıkmasından önce, Ortak Hukuk ülkelerin üzerinde durup Afrika'daki şirketlerin finansal durumları ve kurumsal yönetimin, şirketlerin finansal performansı üzerindeki etkisini incelenmektedir.

Abor ve Fiador (2013) ve Kyereboah-Coleman (2007) çalışmalarında yönetim kurulun büyüklüğü, yönetim kurulun yapısı, yönetim kurulun bağımsızlığı, Kurumsal sahiplik, icra başkan ikiliği vb. kullanırken, mevcut çalışmada gerekli tüm kurumsal yönetim önlemlerini kapsayan kapsamlı bir Kurumsal Yönetim Endeksi kullanılmaktadır. Ayrıca, her iki çalışma Gana, Nijerya, Kenya ve Güney Afrika Ülkesi olmak üzere

sadece dört (4) ülkeye odaklanırken, mevcut araştırma bu dört ülkeyi içermekle kalmamış, tam ve eksiksiz bir tablo oluşturmak için 13 ülkeyi araştırmaya dahil etmiştir. Buna ek olarak her iki çalışma sanayi, imalat, madencilik, tarım ve hizmet sektörleri olmak üzere finansal olmayan sektörlerle odaklanırken, mevcut araştırma, 12 sektör altında borsada işlem gören hem finansal hem de finansal olmayan şirketlerden elde edilen verileri kullanmaktadır. Ayrıca, bu iki çalışmada verilerin analizi için regresyon kullanılırken, mevcut çalışmada örnek eğilimliği ve içselliği (endogeneity) kontrol etmek için hem regresyon hem de dinamik GMM kullanılmıştır.

Benzer şekilde, Munisi ve Randoy (2013) da araştırmanı Sahra Altı Afrika'nın Ortak Hukuk ülkelerinin piyasalardaki borsaya kote şirketlere odaklandılar. Öte yandan, araştırmamız tüm Afrika kıtasındaki Ortak Hukuk ülkelerine vurgu yapmakla genel olarak Afrika'ya (Sahra Altı ve Kuzey Afrika) odaklanmaktadır. Sonuç olarak, araştırmaya dahil ettiğimiz ülkelerin sayısı Munisi ve Randoy'un (2013) araştırmasında olduğu gibi 10 değil 13'tür. Onlar finansal olmayan verilere odaklanırken, mevcut araştırmada hem finansal hem de finansal olmayan şirketleri kapsamaktadır. Ek olarak, onlar 39 kurumsal yönetim önleminde ibaret Kurumsal Yönetim Endeksini oluşturduklar. Mevcut çalışmanın Kurumsal Yönetim Endeksi, en iyi uygulamalara ilişkin 50 önemli kurumsal yönetim önlemini içermekle daha kapsamlı olup alt endekslerimizden biri de risk komitesinin yanı sıra denetim komitesi, atama/aday gösterme komitesi ve kurumsal yönetim komitesi ve bunların özelliklerini içeren Yönetim Kurulu komiteleri alt endeksidir. Son olarak, bahsi geçen araştırmacılar dinamik GMM kullanarak verilerini analiz ederken, bu çalışmada hem panel regresyon hem de dinamik GMM (Difference GMM ve Sistem GMM) kullanılmaktadır.

3.6 VERİ TOPLAMA

Kurumsal yönetimle ilgili bazı çalışmalarda, araştırmacılar, şirketlerin kendileri tarafından yapılan mülakatları ve doldurulan anketleri kullanarak verileri toplamıştır. Bu yöntem, aralarında kendi kendini seçme ve bildirme yanlılığını yanı *'self-selection bias and self-report bias'* içeren çeşitli potansiyel sorunlar ortaya çıkarmaktadır. Bunun nedeni, zayıf kurumsal yönetim uygulamalarına sahip şirketlerin yanıt oranlarının düşük olması ve anketlere yanıt verenlerin kendilerini oldukları gibi değil, gelecekte görmek istedikleri gibi sunma eğiliminde olmalarıdır (Garay ve Gonzalez, 2008). Dolayısıyla

mevcut araştırmada kullanılan veriler ikincil veriler olup Nijerya Menkul Kıymetler Borsası, Johannesburg Menkul Kıymetler Borsası (Güney Afrika Ülkesi) Mısır Borsası, Zimbabve Menkul Kıymetler Borsası, Nairobi Menkul Kıymetler Borsası (Kenya), Gana Menkul Kıymetler Borsası, Malavi Menkul Kıymetler Borsası, Moritius Menkul Kıymetler Borsası, Darüsselam Menkul Kıymetler Borsası (Tanzanya), Uganda Menkul Kıymetler Borsası, Lusaka Menkul Kıymetler Borsası (Zambiya), Namibya Menkul Kıymetler Borsası ve Botswana Menkul Kıymetler Borsasında işlem gören şirketlerin yıllık faaliyet raporları ve malı tablolarından elden toplanmıştır. Toplanan veriler ayrıca Batı Afrika (WA), Doğu Afrika (EA), Kuzey Afrika (NA) ve Güney Afrika olmak üzere Afrika'daki beş (5) ana bölgeden dördünü (4) temsil etmektedir. Orta Afrika'yı temsil eden herhangi bir veriye sahip olmamamızın nedeni, bu bölgedeki tüm ülkelerin Medeni Hukuk ülkesi olmasından kaynaklanmaktadır.

Batı Afrika 17 ülkeden ibarettir ve bunlardan sadece dört (4) tanesi Ortak Hukuk ülkesidir. Bölgede sadece Nijerya ve Gana menkul kıymetler borsasına sahiptir, dolayısıyla Liberya ve Gambiya'nın menkul kıymetler borsası yoktur. Doğu Afrika, sekizi (8) Ortak Hukuk ülkesi olmak üzere 14 ülkeden oluşur. Eritre, Somaliland, Sudan ve Güney Sudan'da menkul kıymetler borsası bulunmamaktadır. Bu nedenle sadece Kenya, Moritius, Uganda ve Tanzanya araştırmanın örnekleminde dahil edilmiştir. Kuzey Afrika'da, yalnızca Mısır'ın Ortak Hukuk ülkesi olarak kabul edildiği yedi (7) ülkeden oluşur. Güney Afrika, Afrika'da en fazla Ortak Hukuk ülkesinin bulunduğu bölgedir. Güney Afrika'da 10 ülke olup bunlardan yalnızca Angola ve Mozambik Medeni hukuk ülkeleri olmaktadır. Sekiz (8) Ortak hukuk ülkesinden Lesotho'nun LSE menkul kıymetler borsası 2014'te kurulmuştur. Svaziland'ın Eswatini borsasında 2019 yılı sonu itibariyle borsada işlem gören şirket sayısı sekiz (8) olup bazı şirketler de borsaya 2013'ten sonra liste olmuştur. Bu nedenle, yalnızca 2013'ten 2019'a kadar ardışık yıllık rapor yayınlayan şirketlerin verilerini kullandığımızı düşünürsek, bu çalışma örnekleminde bu bölgeden elde edilen veriler Botswana, Malavi, Namibya, Güney Afrika Ülkesi, Zambiya ve Zimbabve olmak üzere yalnızca Güney Afrika bölgesinin altı Ortak Hukuk ülkesini içermektedir.

2021 yılındaki Dünya Bankası'nın ülke gelir düzeyi sınıflandırmasına göre bu ülkeleri; Üst orta gelirli ülkeler, Orta gelirli ülkeler, Alt orta gelirli Ülkeler ve Alt gelirli ülkeler.

Bu ülkeler aşağıdaki gibidir:

- **Üst orta gelirli ülkeler:** Botswana, Morityus, Namibya, ve Güney Afrika İkesi.
- **Orta gelirli ülkeler:** Mısır
- **Alt orta gelirli Ülkeler:** Gana, Kenya, Nijerya, Tanzanya, Zambya ve Zimbabve
- **Alt gelirli ülkeler:** Malavi, Uganda

Tablo 3.1: Yıllık Ortalama ABD Doları Dönüştürülmüş Oranının Özeti

Ülke/Yıl	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<i>Dönüştürülmüş Oranları</i>							
Botswana	0.1129	0.1051	0.0890	0.0939	0.1013	0.0932	0.0941
Mısır	0.1438	0.1340	0.1280	0.0553	0.0566	0.0560	0.0625
Gana	0.4251	0.03110	0.2625	0.2339	0.2212	0.2041	0.1807
Kenya	0.0100	0.0110	0.0098	0.0098	0.0097	0.0098	0.0099
Malavi	0.0023	0.0021	0.0015	0.0014	0.0014	0.0014	0.0014
Moritius	0.0327	0.0312	0.0273	0.0271	0.0290	0.0286	0.0270
Namibya	0.0957	0.0865	0.0669	0.0723	0.0759	0.0705	0.0693
Nijerya	0.0063	0.0055	0.0051	0.0033	0.0033	0.0033	0.0033
G A Ülkesi	0.0953	0.0865	0.0647	0.0729	0.0813	0.0696	0.0715
Tanzanya	0.0006	0.0006	0.0005	0.0005	0.0004	0.0004	0.0004
Uganda	0.0004	0.0004	0.0003	0.0003	0.0003	0.0003	0.0003
Zambiya	0.1927	0.1563	0.09643	0.1011	0.1003	0.0841	0.712
Zimbabve	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000	0.0028	0.0028

Kaynak: yazarın değerlendirmesi.

Araştırma verileri 2013'ten 2019'a kadar olmak üzere yedi (7) yılı kapsamaktadır. Veriler, bireysel şirketlerin web siteleri veya www.africanfinancials.com adresinden toplanmıştır. Yedi yıl boyunca ticaret yapmayan şirketler veya yıllık faaliyet rapor sunmayan şirketler elenmiştir. Bu çalışmanın evreni, Afrika Ortak Hukuk ülkelerinin borsalarında işlem gören şirketlerdir. Kurum listeleri Ek-1'de sunulmuştur. Veriler toplandıktan sonra para birimi ile ilgili veriler, daha objektif olması ve tüm ülkelerde geçerli bir para birimi olması açısından ABD dolarına dönüştürülmüştür. Para birimi dönüştürme oranları, örnekleme dahil olan ülkelerin merkez bankalarının web sitelerinden alınmıştır. Merkez bankası web sitelerinde oranların bulunmadığı durumlarda, oranlar Google para birimi dönüştürücüsünden alınmış ve ortalama oranlar manuel olarak hesaplanmıştır.

Yukarıdaki Tablo 3.1 her ülkedeki şirketler için bu araştırmada kullanılan ABD doları dönüştürme oranını göstermektedir. Tabloda, Zimbabve'de 2013'ten 2017'ye kadar ortalama ABD doları dönüşüm oranının 1\$ olduğu görülmektedir. Bu, Zimbabve dolarının 1 ABD dolar olması anlamına gelmez, daha ziyade bu dönemlerde Zimbabve dolarının değerindeki yıkıcı düşüş ve para birimine olan güven kaybı nedeniyle

Tablo 3.2: Ülke ve Sektöre Göre Özet Panel Verileri.

Ülkeler															
Sektör	BT	EG	GN	KY	MV	MR	NB	NG	SA	TZ	UG	ZB	ZV	Toplam	%
TRM	7	14	7	14	7	14	0	7	7	14	0	7	14	112	10.25
İLTŞ	0	7	7	7	7	0	0	7	7	14	0	7	7	70	6.41
İNŞT	0	21	0	14	7	14	0	7	7	14	7	14	14	119	10.90
ENJ	14	0	21	14	0	7	0	7	7	14	7	14	0	105	9.62
FIN	14	0	0	0	49	7	14	0	7	0	49	14	14	168	15.38
SĞL	0	7	0	0	0	7	0	28	7	0	0	0	7	56	5.13
İMLT	7	14	14	7	7	7	21	0	7	7	14	7	14	126	11.54
MAD	14	0	14	0	0	0	21	0	7	7	0	7	7	77	7.05
PRK	7	0	7	7	0	7	21	7	7	0	0	0	0	63	5.77
HZM	7	0	14	7	0	0	0	7	7	0	0	7	0	49	4.49
TUR	14	7	0	7	7	7	0	14	7	0	0	7	7	77	7.05
ULŞ	0	14	0	7	0	14	7	0	7	14	7	0	0	70	6.41
Toplam	84	84	84	84	84	84	84	84	84	84	84	84	84	1092	100

Kaynak: yazarın değerlendirmesi

şirketler, yıllık faaliyet raporlarını ve malı tablolarında Zimbabwe doları yerine ABD doları cinsinden rapor etmekteydi.

Örneklem seçimi de önemli bir konudur çünkü çoğu çalışma genellikle yalnızca en büyük şirketleri ve/veya finansal olmayan şirketleri dikkate almıştır. Bu, çoğu çalışmanın boyutu kısıtlanmış bir örneği analiz ettiği anlamına gelmektedir. Bunlardan kaçınmak için mevcut araştırmada örneklem finansal ve finansal olmayan sektörlerdeki tüm şirketleri kapsamaktadır. Bu nedenle, verilerimiz hem finansal hem de finansal olmayan şirketlere ait panel verilerinden oluşmaktadır. Yukarıdaki Tablo 3.2, bu araştırmada kullanılan örneklemde şirketlerinin sektörleri ve ülkeleri göstermektedir.

Veriler, her ülkeden alınan şirket sayısının 12 olması ve 7 yılı doldurmasıyla toplam 84 şirket-yılının gözlem sayısı nedeniyle dengeli bir veri olmaktadır. Tablo 3.2'de örneklemedeki toplam şirket-yıl gözlem sayısı 1.092'dir. Örnekleme en fazla şirkete sahip sektör, toplam 168 şirket ile örneklemin %15,38'ini kapsayan finans sektörüdür. En düşük örneklemler ise hizmet, sağlık ve perakende satış sektörleri olup, sırasıyla 49 (%4,49), 56 (%5,13) ve 63 (%5,77) şirkete sahiplerdir. İletişim ve ulaştırma sektörlerinde her biri örneklemin %6,41'ini oluşturan 70 firma bulunmaktadır. Madencilik ve turizm sektörlerinde her biri örneklemin %7,05'ini oluşturan 77 şirket bulunmaktadır. İmalat sektörü 126 şirketten oluşmakta olup, örneklemin %11,54'ü ile ikinci en büyük sektördür. İmalat sektörünü sırasıyla 119, ardından 112 firmadan oluşan inşaat ve tarım sektörleri takip etmekte olup, sırasıyla %10,90 ve %10,25 ile üçüncü ve dördüncü sırada yer almaktadır. Enerji sektörü 105 adet şirket ile örneklemin %9,65'ini oluşturmaktadır.

Örneklemede finans sektörünün çoğunlukta olmasının nedeni, daha önce de belirtildiği gibi, sadece 2013-2019 döneminde her yıl tam faaliyet raporu veren şirketlerin dahil edilmesinden kaynaklanmaktadır. Ayrıca bu araştırmada finans sektörünün sınıflandırılması bankalar, sigorta şirketleri ve diğer finansal hizmet şirketlerini içermektedir. Bununla birlikte Malavi ve Uganda gibi bazı ülkelerde dönemlere ait tam yıllık raporu olan şirketlerin %50'den fazlası finans sektöründe yer almaktadır. Ayrıca, bilindiği üzere Lehman Brothers'ın iflasından ve 2008/2009 küresel finansal krizlerinden sonra, finans sektörü, kurumsal yönetim ve finansal raporlama konularında en çok incelenen sektördür. Bu nedenle tam uzun vadeli finansal raporlama yapan

şirketlerin çoğunluğunun bu sektör içerisinde yer aldığı bir durumla karşı karşıya kalınması normal olduğunu görülmektedir.

3.7 DEĞİŞKENLERİN AÇIKLAMASI

Bu çalışmada kullanılan değişkenler bağımlı, bağımsız değişkenler ve kontrol olmak üzere üç (3) tiptedir. Bağımlı değişkenler bir şirketin finansal performansı ile ilgili değişkenler olurken, bağımsız değişkenler Kurumsal Yönetim Endeksi (KYE) ve kurumsal yönetim iç mekanizmalarını temsil eden alt endeksleridir. Birçok şirkete özgü değişkenler hem kurumsal yönetim hem de finansal performans ölçütleri ile ilişkilendirilebilir. Bu nedenle, ihmal edilen değişken yanlılığını mümkün olduğunca sınırlamak için analizlere geniş bir dizi kontrol değişkeni dahil edilmiştir.

3.7.1 Bağımlı Değişkenler

Bu çalışmanın bağımlı değişkenleri, şirketlerin finansal performansını tanımlamak veya temsil etmek için kullanılan değişkenlerdir. Finansal performans, şirketin genel amacına ulaşmak için bir şirketin finansal kaynaklarının ve diğer önemli kaynaklarının kullanıldığı şekil ve sürece ilişkin bilgileri ileten ve aktaran önemli bir kavramdır. Bu, bir firmanın sürekliliğini korumakta ve gelecekteki fırsatlar için daha iyi bir görünüm sunmaktadır (Sunday, 2008). Akademide, şirketlerin finansal performansını tanımlamak ve temsil etmek için kullanılan iki ana finansal performans ölçüsü vardır. Bunlar, muhasebeye dayalı performans ölçüleri ve piyasaya dayalı performans ölçüleridir. Muhasebeye dayalı performans ölçüleri başlangıçta raporlama amacıyla geliştirilmiştir, bu nedenle doğası gereği tarihseldir ve içe dönük arka plan bilgileri oluştururlar. Muhasebeye dayalı performans ölçütleri, önceki ve mevcut yönetimin çabalarının ve yönetim kurulunun şirket kaynaklarının kullanımı ve izlenmesindeki başarısının ağırlığını da taşımaktadır. Bu nedenle, muhasebeye dayalı performans ölçüleri, şirket performansının geleneksel ölçüleri olarak kabul edilmektedir. Öte yandan, piyasa temelli performans ölçütleri, şirketlerin performanslarından çok onların değerine odaklanmaktadır, bu ölçütler şirket varlıklarının ve/veya performansının uzun vadeli tarihsel değerini taşımamaktadır. Bununla birlikte, piyasa performansı ölçümleri daha çok şirketlerin genel piyasa değerine odaklanmaktadır (Kiel ve Nicholson, 2003). Muhasebe ölçütleri performansı, finansal performansı tespit etmek için kullanılan çeşitli

muhasebe oranlarından oluşur. Önceki çalışmalarda kullanılan en yaygın ve güvenilir muhasebe performans ölçütleri; Aktif Kârlılığı (ROA), Özkaynak Kârlılığı (ROE), Hisse Başına Kazanç (EPS), Kâr Marjı ve bankalar için Net Faiz Marjı'dır (NIM) (Rhoades ve diğerleri, 2000).

Bu çalışmada, finansal performansını ölçmek için Aktif Karlılığı (ROA) ve Özkaynak Kârlılığı (ROE) muhasebe performans ölçütleri kullanılmaktadır. Bu çalışmada Aktif Karlılığı (ROA), faiz ve vergi sonrası kârın toplam aktiflere bölünmesi olarak tanımlanmaktadır. Bu, bir şirketin toplam varlıklarına göre ne kadar karlı olduğunu göstermektedir. Bu, bize bir şirketin varlıklarının yönetim tarafından nasıl etkin bir şekilde yönetildiğine dair bir fikir sunmaktadır. Özkaynak Kârlılığı (ROE) ise faiz ve vergi sonrası kârın öz sermayeye bölünmesi olarak tanımlanmaktadır. Bu, bir şirketin kârlılığını, bir şirketin, hissedarların şirkete yatırdığı servetle ne kadar kâr elde ettiğini sunarak ölçmektedir. Bu çalışmanın finansal performans ölçütleri olarak Özkaynak Kârlılığı (ROE) ve Aktif Kârlılığı (ROA) kullanmayı seçmesinin nedeni, ROA ve ROE'nin şirketlerin finansal performansının en güvenilir ölçüsü olarak kabul edilmesidir (Ranti, 2011; Westham, 2009).

3.7.2 Bağımsız Değişkenler

Bu çalışmanın bağımsız değişkenleri; kurumsal yönetim endeksi (KYE) ve alt endeksleridir.

3.7.2.1 Kurumsal Yönetim Endeksinin (KYE) Önemi

Aggarwal ve Williamson'a (2006) göre, borsalar, kurumsal yönetim önlemlerini benimseyen şirketleri ödüllendirilmektedir. Bu bakımdan, kurumsal yönetim mekanizmalarının, ilkelerinin, yapılarının ve düzenlemelerinin anlaşılması her ekonomi için çok önemlidir çünkü bunlar kurumsal kontrol için piyasanın etkinliği üzerinde doğrudan bir etkiye sahip olup, şirketlerin değerini ve performansını etkiler ve dolayısıyla bir ülkenin ekonomisini etkilemektedir. Kurumsal yönetimin amacı, tam adaletin, tam şeffaflığın ve ilgili bilgilerin paydaşlara yeterli şekilde açıklanmasını sağlamaktır (Arora ve Bodhanwala, 2018). Ayrıca kurumsal yönetim mekanizmaları, hesap verebilirliği, bağımsızlığı ve dürüstlüğü de sağlamalıdır (Claessens ve Yurtoğlu,

2013). Kurumsal yönetim ve şirketlerin performansı ile ilgili birçok araştırma yapılmış olmasına rağmen, çalışmaların çoğu gelişmiş ülkelerde yapılmıştır. Afrika'da mevcut çok az sayıda ülkelerarası çalışma, çoğunlukla mülkiyet konsantrasyonu, yönetim kurulu büyüklüğü, yönetim kurulu bağımsızlığı, yönetim kurulu cinsiyet çeşitliliği ve diğerleri gibi bireysel kurumsal yönetim mekanizmalarının şirketlerin finansal performansı üzerindeki etkisini incelemektedir. Bununla birlikte, kurumsal yönetimin etkili olması için uygulanması ve benimsenmesi gereken birçok önlem vardır, fakat önceki çalışmaların çoğu bu önlemlerden sadece birkaçının şirketlerin performansı üzerindeki etkisini analiz etmektedir. Bu önlemler tek başına değil, birlikte uygulanmakla birbirlerini tamamlamaktadır (Donker ve Zaher, 2008). Afrika'daki önceki çalışmaların çok azında, kurumsal yönetimin Afrika'daki şirketlerin finansal performansı üzerindeki etkisine ilişkin analizlerde KYE kullanılmıştır.

Kurumsal yönetim tavsiyeleri, düzenlemeleri ve yapıları bir modelden diğerine farklılık gösterdiği gibi, bir ülkeden diğerine ve bazen bir sektörden diğerine de değişiklik göstermektedir. Bu nedenle kurumsal yönetim “herkese uyacak bir kalıp” değildir. Kurumsal yönetim mekanizmalarını tek başına ölçmek için herkes tarafından kullanılan standart bir kurumsal yönetim endeksi yoktur (Arora ve Bodhanwala, 2018; Munisi ve Randoy, 2013; Claessens ve Yurtoglu, 2013; Hassan, 2012; Leal ve Carvalhal-da-Silva, 2005). Sonuç olarak, bu araştırmada kullanılan KYE üç (3) aşamada oluşturulmuştur:

- İlk aşama, tüm kıtalardaki şirketlerin finansal performansı üzerindeki etkisini bulmak için KYE'yi kullanan, oluşturan veya benimseyen önceki çalışmaların gözden geçirilmesidir.
- İkinci aşama, KYE'nin, çalışılanlar ile OECD ilkeleriyle de tutarlı olan en önemli öğelerin seçimi arasında karşılaştırılmasını içermektedir.
- Üçüncü aşama, örnekleme kullanılan ülkelerin en iyi uygulamalarının kurumsal yönetim yasalarının kısa bir incelemesidir. Daha sonra indeks ve alt indeksler oluşturulmuştur.

İncelenen çalışmalar şunlardır: Arora ve Bodhanwala, (2018); Waweru (2014); Munisi ve Randoy, (2013); Hasan (2012); Ammann ve diğ. (2011); Renders ve diğerleri (2010); Balasubramanian ve diğerleri (2010); Garay ve González, (2008); Dönker ve Zahir (2008); Cheung ve diğ. (2008); Shen ve Chih (2007); Aggarwal ve Williamson (2006);

Leal ve Carvalhal-da-Silva, (2005); Black ve diğ. (2005). Aşağıdaki Tablo 3.2.1, KYE öğelerinin benimsenme kaynaklarının ayrıntılarını göstermektedir.

Tablo 3.3: Kurumsal Yönetim Endeksi Daha Önce Yapılan Çalışmalardan Elde Edilenlerin Özeti.

KYE'in Önlemleri		
	Yönetim Kurulu Alt Endeksi	Referans
1	Şirket uy ya da açıkla ilkesini benimsemektedir	Renders et al. (2010), Munisi ve Randoy (2013)
2	Şirketin ana hedefi, hissedarların değer maksimizasyonudur.	Renders et al. (2010)
3	Yönetim Kurulu, şirketin uzun vadeli yaşayabilirliğini sağlamak için çalışmaktadır.	Renders et al (2010)
4	Şirket ve Yönetim Kurulu, şirketin paydaşlarla iyi bir ilişkisi sahip olmaktadır.	Cheung, et al. (2008), Renders et al. (2010)
5	Yönetim Kurulu, şirketin yönetimini etkin bir şekilde izlemektedir.	Shen ve Chih (2007), Renders et al. (2010), Ammann, et al. (2011)
6	Yönetim Kurulu finansal raporlama yasalarına uymaktadır	Garay ve González, (2008), Renders et al. (2010)
7	Yönetim Kurulu, şirket net kurumsal stratejiye yönlendirmektedir	Renders et al. (2010)
8	Yönetim Kurulu kilit yöneticileri ve direktörleri izlenip zaman içinde değiştirmektedir	Renders et al. (2010), Hassan (2012)
9	Yönetim Kurulu, zaman zaman kilit yöneticilerin ücretlerini gözden geçirmektedir	Renders et al. (2010)
10	Yönetim Kurulu, ortaya çıkabilecek olası çıkar çatışmalarını yönetip azalmasına çalışmaktadır	Leal ve Carvalhal-da-Silva, (2005), Aggarwal and Williamson (2006), Cheung, et

		al. (2008), Balasubramanian et al. (2010), Renders et al. (2010), Hassan (2012)
11	Yönetim Kurulu, finansal raporlamannın doğruluğundan sorumludur	Renders et al. (2010)
12	Yönetim Kurulu, şirketteki yönetim uygulamalarının etkinliğinde gelişme olmasını sağlamaktadır	Shen ve Chih (2007), Renders et al. (2010), Munisi ve Randoy, (2013)
13	Yönetim Kurulun başkanı ve genel Müdür pozisyonu arasında ayrımı bulunmaktadır	Leal ve Carvalhal-da-Silva, (2005), Aggarwal ve Williamson (2006), Shen ve Chih (2007), Cheung, et al. (2008), Garay ve González, (2008), Balasubramanian et al. (2010), Renders et al. (2010), Ammann, et al. (2011), Hassan (2012)
14	Yönetim Kurulunda icracı olmayan üyeleri bulunmaktadır.	Garay ve González, (2008), Renders et al. (2010)
15	Yönetim Kurulu üyelerinin çoğunluğu bağımsız üyelerden oluşmaktadır	Aggarwal ve Williamson (2006), Shen ve Chih (2007), Balasubramanian et al. (2010), Renders et al. (2010), Ammann, et al. (2011), Munisi ve Randoy (2013), Arora ve Bodhanwala, (2018)
16	Yönetim Kurulu, yönetimin çıkarlarını şirketin çıkarlarıyla aynı hizaya getirmek için yönetime tazminat olarak hisse senedi opsiyonlarını kullanılmaktadır	Aggarwal ve Williamson (2006), Cheung, et al. (2008), Renders et al. (2010), Ammann, et al. (2011)
Yönetim Kurulu Komiteleri Alt Endeksi		

17	Yönetim Kurulunda atama / aday gösterme komitesi bulunmaktadır	Cheung, et al. (2008), Garay ve González, (2008), Renders et al. (2010), Hassan (2012), Munisi ve Randoy (2013)
18	Yönetim Kurulunda ücretlendirme/tazminat komitesi bulunmaktadır	Cheung, et al. (2008), Garay ve González, (2008), Balasubramanian et al. (2010), Renders et al. (2010), Hassan (2012), Munisi ve Randoy (2013)
19	Yönetim Kurulunda denetim komitesi bulunmaktadır	Cheung, et al. (2008), Garay ve González, (2008), Balasubramanian et al (2010), Renders et al. (2010), Hassan (2012), Munisi ve Randoy (2013)
20	Yönetim Kurulunda kurumsal yönetim komitesi bulunmaktadır	Aggarwal ve Williamson (2006), Ammann, et al. (2011), Hassan (2012), Munisi ve Randoy (2013)
21	Yönetim Kurulunda risk inceleme komitesi bulunmaktadır	Hassan (2012), Munisi ve Randoy (2013)
22	Atama Komitesi, yöneticilerin atanmasını önermektedir	Renders et al. (2010)
23	Ücretlendirme Komitesi yöneticiler için tazminat önermektedir	Renders et al. (2010)
24	Denetim Komitesi yönetim kuruluna rapor vermektedir	Renders et al. (2010)
25	Denetim Komitesi denetçi atar ve denetim ücretini belirlemektedir	Shen ve Chih (2007), Balasubramanian et al. (2010), Renders et al. (2010)
26	Kurumsal Yönetim komitesi yılda en az 3 kez toplantı	Yazarın katkısı

	yapmaktadır	
27	Risk Komitesi yılda en az 3 kez toplantı yapmaktadır	Yazarın katkısı
28	Denetim Komitesi, şirketin dış denetçisi ile toplanmaktadır	Shen ve Chih (2007), Renders et al. (2010)
29	Atama Komitesinin başkanı bağımsız yöneticidir	Aggarwal ve Williamson (2006), Shen ve Chih (2007)
30	Ücretlendirme Komitesinin başkanı bağımsız yöneticidir	Aggarwal ve Williamson (2006), Shen ve Chih (2007), Ammann, et al. (2011)
31	Denetim komitesinin başkanı bağımsız yöneticidir	Aggarwal ve Williamson (2006), Shen ve Chih (2007)
32	Kurumsal Yönetim Komitesi başkanı bağımsız yöneticidir	Munisi and Randoy (2013)
Pay Sahipleri Haklarının Alt Endeksi		
33	Şirkette hissedarlara karşı eşit muamele uygulamaktadır	Shen ve Chih (2007), Cheung, et al. (2008), Renders et al. (2010)
34	Şirket, yıllık raporunda bir pay/bir oy politikasını açıklamaktadır	Cheung, et al. (2008), Renders et al. (2010), Ammann, et al. (2011), Hassan (2012), Munisi ve Randoy (2013)
35	Şirketin herhangi bir devralma karşıtı politikası bulunmamaktadır	Aggarwal ve Williamson (2006), Cheung, et al. (2008), Renders et al. (2010), Ammann, et al. (2011)
36	Şirket, yıllık genel kurul toplantılarında vekaleten oy kullanılmasına izin vermektedir.	Shen ve Chih (2007), Cheung, et al. (2008), Renders et al. (2010), Munisi ve Randoy (2013)
37	Hissedarlar yeni yöneticileri seçmektedir	Aggarwal ve Williamson (2006), Renders et al. (2010),

38	Hissedarlar, şirketteki temel değişikliklerle ilgili kararlara katılabilmektedir	Munisi ve Randoy (2013) Cheung, et al. (2008), Renders et al. (2010)
39	Hissedarlar temettü dağıtımına ile ilgili kararlar katılabilmektedir.	Renders et al. (2010)
40	Pay sahipleri yıllık genel kurul toplantılarında ve ihtiyaç duydukları her zaman soru sorabilirler.	Shen ve Chih (2007), Cheung, et al. (2008), Renders et al. (2010)
Açıklama ve Şeffaflık Alt Endeksi		
41	Şirket, yıllık raporlarını raporlarken UFRS'ye uymaktadır	Leal ve Carvalhal-da-Silva, (2005), Cheung, et al. (2008), Garay ve González, (2008), Hassan (2012), Munisi ve Randoy (2013)
42	Şirketin hesapları bağımsız bir denetçi tarafından denetlenir	Cheung, et al. (2008), Garay ve González, (2008), Renders et al. (2010)
43	Şirket ilgili bilgileri paydaşlara zamanında açıklamaktadır	Leal ve Carvalhal-da-Silva, (2005), Cheung, et al. (2008), Garay ve González, (2008), Renders et al. (2010), Munisi ve Randoy, (2013)
44	Şirket mali durumunu açıklamaktadır	Cheung, et al. (2008), Renders et al. (2010), Hassan (2012)
45	Şirket finansal performansını açıklamaktadır	Cheung, et al. (2008), Renders et al. (2010)
46	Şirket sahiplik yapısını açıklamaktadır	Black et al. (2005), Cheung, et al. (2008), Balasubramanian et al. (2010), Munisi ve Randoy, (2013), Hassan (2012), Arora ve Bodhanwala, (2018)
47	Şirket, yıllık raporunda ayrı bir kurumsal yönetim raporunu açıklamaktadır	Shen ve Chih (2007), Renders et al. (2010), Hassan (2012)
48	Şirket, yöneticilerinin ilgili çıkarlarını açıklamaktadır	Renders et al. (2010), Hassan (2012)

49	Şirket, yönetim kurulunun yapısını açıklamaktadır	Black et al. (2005), Renders et al. (2010), Hassan (2012)
50	Şirket, yöneticilerinin ücretlerini açıklamaktadır	Cheung, et al. (2008), Garay ve González, (2008), Hassan (2012), Munisi and Randoy, (2013)

Kaynak: yazarın değerlendirmesi

3.7.2.2 Kurumsal Yönetim Endeksi (KYE) ve Alt Endeksleri

Kurumsal yönetimin finansal performans üzerindeki etkisinin analizleri için KYE, şirket düzeyinde kurumsal yönetim mekanizmalarının dört (4) boyutundan oluşmaktadır; Yönetim Kurulu, Yönetim Kurulu Komiteleri, Pay Sahipleri Hakların, ve Açıklama. KYE'nin yapımı sırasında; İyi kurumsal yönetime işaret eden birçok ölçü, değişken ve öge olmasına rağmen, mevcut çalışmanın KYE'de yer alanlar iyi kurumsal yönetime işaret eden en önemli mekanizmalardır. Yukarıda belirtilen mekanizmalar daha sonra her birinin altında birkaç maddenin yer aldığı alt endekslere dönüştürülmüştür. Her bir alt endeksin altındaki maddeler, mekanizmanın kurumsal yönetim ilkeleri ve en iyi uygulama kuralları tarafından tavsiye edildiği şekilde uygulanıp uygulanmadığını açıklamaya yardımcı olmaktadır. Araştırmaların çoğu gibi, bu çalışma da daha fazla görüşme, anket veya araştırmaya ihtiyaç duymaksızın sadece şirketlerin yıllık raporlarından objektif olarak değerlendirilebilecek maddeleri içermektedir.

Maddelere belirli puanlar verilmiştir. Bir maddenin bir şirket tarafından uygulanması durumunda maddeye bir (1) puan verilir ve şirketin faaliyet raporunda maddeye ilişkin herhangi bir bilgi açıklamamışsa maddeye sıfır (0) puan verilir. Bunun nedeni, çoğu şirketin uyguladıkları kurumsal yönetim önlemleri hakkında rapor vermekte ve uygulamadıklarını açıklamaktan kaçınma olasılıklarının daha yüksek olmasıdır (Doidge ve diğerleri, 2007; Amman ve diğerleri, 2011). KYE'nin dünya çapında kabul görmüş, kanıtlanmış standart bir puanlama sistemi yoktur. Önceki birkaç çalışmada kullanılan KYE puanlama sistemleri bir çalışmadan diğerine farklılık göstermektedir. Ek olarak, puanlama sistemi ülkeden ülkeye ve bazen bir şirketten diğerine farklılık göstermektedir (Leal ve Carvalhal-da-Silva, 2005). Kullanılan bu eşit ağırlık yöntemi, birkaç araştırmada da kullanılmıştır, bunlar; Munisi ve Randoy (2013); Bebchuk ve diğerleri, (2009); Gompers ve diğerleri, (2003) kapsamaktadır. Bu yöntemin kullanılmasının bir

diğer nedeni de Afrika'daki derecelendirme firmalarına ilişkin verilerin olmamasıdır. Bu çalışmada, her bir alt endeksin altındaki madde sayısı, ne kurumsal yönetimin çok değişkenli yapısını yansıtmayacak kadar küçük ne de veri toplamayı sırasında çok zor ve öznel kılacak kadar fazla geniş şekilde belirlenmiştir.

➤ **Yönetim Kurulu Alt Endeksi:**

Yönetim Kurulu alt endeksi, bir şirketin yönetim kurulunun yönetim kurulu bağımsızlığı, yönetim kurulu yapısı, kurulun misyonu, temel işlevleri, sorumlulukları ve yönetim kurulunda çalışmanın nasıl yürütüldüğü ile ilgili özellikleri kapsamaktadır. Yönetim kurulu, hem bir izleme birimi, hem yönetimin etkin kontrolü yoluyla yatırımcıların koruyucusu hem de bir şirketin stratejik duruşunu ve yönünü şekillendiren bir kurumsal yönetim aracıdır (Zahra ve Pearce, 1989). Yönetim kurulu, tartışmasız en önemli kurumsal yönetim mekanizmasıdır. Yönetim Kurulunun, başkan ve genel müdür pozisyonunun ayrılması, bağımsız icracı olmayan yöneticilerin oranı ve yönetim kurulu toplantılarının sıklığının da her şirkette kurumsal yönetimin başarısı için çok önemli olarak kabul edilmesi gibi özellikleri vardır (Arora ve Bodhanwala, 2018; Waweru, 2014; Mangena ve Chamisa, 2008; Aguilera ve Cuervo-Cazurra, 2004; Kiel ve Nicholson, 2003; Fama, 1980).

Ampirik olarak, yönetim kurulunun kurumsal yönetime ilişkin niteliklerinin şirketlerin finansal performansı üzerinde olumlu bir etkisi olduğu bulunmuştur. Naseem, Xiaoming, Riaz ve Rehman (2017), yönetim kurulu özelliklerinin Pakistan'daki şirketlerin finansal performansı üzerindeki etkisini analiz etmiştir. Onlar, 1.074 şirket yılı gözleminden elde edilen verileri kullandılar ve yönetim kurulu özelliklerinin çokluğunun pozitif ve finansal performansla anlamlı olarak ilişkili olmasını tespit etmişler. İsimleri geçen araştırmacılar ek olarak, farklı sektörler arasında finansal performans ve yönetim kurulu nitelikleri ile ilgili olarak önemli bir ayrım olduğunu bulmuşlardır. Priya ve Nimalathan, (2013) da yönetim kurulu başkanı ve genel müdür pozisyonlarının ayrılmasının, yönetim kurulunda cinsiyet çeşitliliği ve

kuruldaki iç yöneticilerin oranının, Sri Lanka'nın Turizm sektörü altındaki şirketlerde ROE ve ROA ile olumlu ve anlamlı bir şekilde ilişkili olduğunu tespit etmişler. Roffia, Simón-Moya ve García (2021) ise yönetim kurullarının niteliklerinin İtalya'daki küçük ve orta ölçekli şirketlerin finansal performansı üzerindeki etkisini incelemiştir. Onlar yaptıkları inceleme sonucu; Yönetim Kurulu niteliklerinin finansal performansla önemli ölçüde ilişkili olduğu sonucuna varmışlar. Kurumsal Yönetim Endeksi, bu alt endeks kapsamında on altı (16) kurumsal yönetim önlemi içermektedir. Bu tablo 3.3'te yer almıştır.

- **Yönetim Kurulu Komiteleri Alt Endeksi:** Yönetim Kurulu komiteleri, yönetim kurulunun müteveli görevlerini yerine getiren hayati önem taşıyan unsurlarıdır. Denetim komitesi, yönetim kurulun en önemli komitesidir. Denetim komitesi, mali raporlama ve iç mali kontrollerin bütünlüğünü sağlamada önemlidir. Denetim komitesinin önemi nedeniyle İtalya gibi ülkelerde şirketler ayrı bir denetim kurulu oluşturmalarını gerektirdiği savunmuştur. Denetim komitesi bağımsız yöneticilerin çoğunluğundan oluşmalı ve temel amacı doğrultusunda bir firma yönetiminin, mali veya diğer tüm kurumsal faaliyetler hakkında düzenleyici makamlara, hissedarlara ve diğer paydaşlara mevzuat ve düzenlemelere uygun olarak yeterli ve doğru bilgi sağladığının güvencesi olmalıdır (Balasubramanian ve diğerleri, 2010; Engel, Hayes ve Wang, 2010; Şener ve Karaye, 2014).

Önceki ampirik çalışmalar da denetim komitesi ile finansal performans arasında pozitif bir ilişki bulmuştur. Kipkoech (2016), denetim komitesi boyutunun ve komite üyelerinin deneyimlerinin Kenya'daki şirketlerin finansal performansı üzerindeki etkilerini analiz etmiştir. Kipkoech'im elde ettiği sonuçlar, denetim komitesi üyelerinin deneyiminin ve denetim komitesi büyüklüğünün şirket performansı üzerinde olumlu ve anlamlı bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Abu-Zraiq ve Fadzil (2018)^a, denetim komitesi özelliklerinin Ürdün'deki şirketlerin finansal performansı üzerindeki etkisini araştırmıştır. Onlar, denetim komitesi toplantılarının sıklığı ile denetim komitesi büyüklüğü arasında sırasıyla

Hisse başına kar (EPS) ve ROA ile pozitif ve anlamlı bir ilişki olduğunu tespit etmişler. Oudat, Ali ve Qeshta (2021) denetim komitesi özelliklerinin Bahreyn'deki şirketlerin finansal performansı üzerindeki etkisini araştırmışlar. Onlar, yaptıkları araştırma sonucunda; ROA, ROE ve EPS ile ölçülen finansal performans ile denetim komitesi büyüklüğü, denetim komitesi toplantı sıklığı ve komitedeki bağımsız yöneticilerin oranı arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki olduğunu bulmuşlar.

Bazı ülkelerde denetim komitesi, risk komitesi ile birleşerek işlevine göre riskin değerlendirilmesini üstlenirken, bazı ülkeler, sektörler ve şirketler ayrı bir risk komitesine ihtiyaç duymaktadır. Risk komitesi aynı zamanda bir şirkette ahlaki tehlikeleri ve ters seçim etkilerini kontrol etmeye yardımcı olan yönetim kurulunun önemli bir yönüdür (Karaye, 2014). Abubakar ve Garba (2018), yönetim kurulu komitelerinin Nijerya'daki bankaların finansal performansı üzerindeki etkisini inceleyerek risk komitesinin finansal performans üzerinde olumlu ve anlamlı bir etkisi olduğunu tespit etmişler. Aldhamari, Nor, Boudiab ve Mas'ud (2020), risk komitelerinin Malezya'nın Finans sektöründeki şirketlerin kurumsal finansal performansı üzerindeki etkisini araştırmışlar. Elde ettikleri sonuçlar, risk komitesi özelliklerinin aşağıdaki gibi olduğunu göstermektedir; komitede bağımsız yöneticilerin bulunması, komitede cinsiyet çeşitliliği ve komite üyelerinin niteliklerinin, finansal performans üzerinde olumlu ve anlamlı bir etkisi olduğunu bulmaktadır.

Diğer önemli komitelere; Ücretlendirme Komitesi, Aday Gösterme Komitesi ve Kurumsal Yönetim Komitesi dahildir. Agyemang-Mintah (2015), Aday Gösterme Komitesinin 2008/2009 finansal krizleri sırasında ve sonrasında Birleşik Krallık'taki şirketlerin finansal performansı üzerindeki etkisini incelemiştir. Onlar, Aday Gösterme Komitesinin hem finansal kriz sırasında hem de sonrasında ROA üzerinde olumlu ve anlamlı bir etkisi olduğunu bulmuşlardır. Abu-Zraiq ve Fadzil (2018)^b, aday gösterme ve ücretlendirme komitelerinin Ürdün'deki şirketlerin kurumsal finansal performansı üzerindeki etkisini

araştırmışlardır. Yaptıkları araştırma sonucu; hem aday gösterme hem de ücretlendirme komitesinin finansal performans üzerinde olumlu ve anlamlı bir etkisi olduğunu tespit etmişlerdir. Ashraf, Félix ve Serrasqueiro (2021), Çin ve Birleşik Krallığı karşılaştırarak yönetim kurulu bağımsızlığının finansal sıkıntı olasılığını etkileyip etkilemediğini araştırmışlardır. Onların elde ettikleri genel sonuçlar, hem ücretlendirme hem de aday gösterme komitelerinin bağımsız üyelerinin varlığının, şirketlerin finansal performansı ile olumlu bir şekilde ilişkili olduğunu göstermiştir.

Mevcut araştırmanın Kurumsal Yönetim Endeksinde bu alt endeks kapsamında on altı (16) kurumsal yönetim önlemini içermektedir. Bu, tablo 3.3'te görülebilir.

- **Pay Sahipleri Hakları Alt Endeksi:** Pay sahipliği haklarının korunması da kurumsal yönetimin en önemli ilkelerinden biridir. Hissedar haklarının iyi korunması, düşük sermaye maliyetine, daha yüksek hisse senedi fiyatlarına, daha yüksek gelir artışına ve nihayetinde daha yüksek performansa yol açmaktadır (Chugh, Meador ve Meador, 2010). Berle ve Means (1932) bu durumu şöyle açıklamışlardır: Şirketlerin sürekliliği ve büyüme ve gelişme eğilimi, şirketlerin mülkiyeti ve kontrolünün ayrılmasına yol açmaktadır. Bununla birlikte, son araştırmalar, Berle ve Means (1932) geniş çapta dağılmış mülkiyet modelinin gelişmekte olan ülkelerde popüler olmayabileceğini göstermektedir. Gelişmekte olan ülkeler yüksek bir mülkiyet yoğunluğuna sahip olma eğilimindedir ve bu ülkelerdeki şirketlerin çoğu birkaç aile ve kurumsal gruplara aittir (Karaye, 2014). Bir şirketteki önemli kararları çoğunluk olan hissedarlar kontrol ettiğinde, aldıkları kararlar azınlık hissedarlarının servetinin kamulaştırılmasıyla sonuçlanabilir. Bu nedenle, bir şirketteki çoğunluk hakim hissedarların varlığı, hakim hissedarlar ile azınlık kontrol gücü olmayan hissedarlar arasında bir çıkar çatışması yaratabilir. Dağınık hissedar yapısının olduğu gelişmiş ülkelerde kurumsal yönetimin temel işlevlerinden biri, hissedarları yönetim tarafından kamulaştırılmaktan korumak iken, mülkiyet yoğunluğunun yüksek olduğu gelişmekte olan

ülkelerin çoğunda, hissedar haklarının korunması, çoğunluk ve azınlık hissedarlarıyla beraber hissedarlar ve alacaklılar arasındaki temsilcilik sorunlarını en aza indirmeye odaklanmaktadır (Şener ve Karaye, 2015). Sonuç olarak, bu tür ülkelerde çoğunluk hissedarları kontrol ederek azınlık hissedarlarının haklarının korunması, şirketlerin değerinde bir artışa yol açmaktadır (Jara-Bertin, López-Iturriaga ve López-de-Foronda, 2008). Defond ve Hung (2003), hissedarların korunmasının ira başkan cirosu ile şirket performansı arasındaki ilişki üzerindeki etkisini inceleyerek, hissedar haklarının önemli ölçüde korunmasının, ira başkan cirosu ile şirket performansı arasında daha yüksek bir ilişkiye yol açtığını tespit etmişlerdir. Chugh ve diğerleri (2010) Performance S&P 500 şirketleri üzerindeki hissedar haklarının etkisini analiz etikten sonra, daha iyi hissedar haklarına sahip şirketlerin, hisse başına kar daha yüksek büyüme, daha yüksek fiyat / defter değeri oranı ve daha yüksek satış büyüme oranlarına sahip oldukları sonucuna varmışlardır. Espenlaub, Goyal ve Mohammed (2020), hissedarların ve alacaklıların haklarının, İlk Halka Arz (IPO) şirketlerin performansı üzerindeki etkisi araştırdılar. Onlar, 2000 ve 2013 yılları arasında 40 ülkede 10.490 halka arz örneğini kullandılar ve şirketlerin halka arz performansının, hissedar korumasının daha güçlü olduğu ülkelerde daha yüksek olduğu sonucuna vardılar. Bu alt endeks kapsamındaki konulara; oy hakkı olan ve olmayan hissedarlar arasındaki ilişki, hissedarlara eşit ve adil muamele, oylama, devralmaya karşı politikalar vb. dahildir. Kurumsal Yönetim Endeksi bu alt endeks kapsamında sekiz kurumsal yönetim önlemini içermektedir Bu tablo 3.3'te görülebilir.

- **Açıklama Alt Endeksi:** Genel olarak, finansal krizin nedenlerden biri ana, ilgili finansal ve finansal olmayan bilgilerin yeterince şeffaf bir şekilde açıklanmaması ile doğrudan ilişkilidir (Fung, 2014). Bir şirketin önemli finansal ve finansal olmayan bilgilerinin açıklanması, bir şirketin ne kadar şeffaf olduğunu göstermektedir. Şeffaflık, açıklanan finansal ve finansal olmayan bilgilerin, şirket yöneticilerinin, bilgileri kullanan paydaşlar için açık ve anlaşılır bir şekilde mütevellî yükümlülüklerini,

sorumluluklarını ve görevlerini nasıl yerine getirdiğini gerçekten ne ölçüde yansıttığını ifade etmektedir (Barth ve Schipper, 2008). Bununla birlikte, iyi bir ileri teknolojiye dayalı açıklama sistemi oluşturmak ve sürdürmek hem zaman alıcı hem de pahalıdır. Oldukça gelişmiş borsa piyasalarına sahip ülkeler, iyi bir açıklama sistemi kurmak ve sürdürmek için önemli miktarda fon ayırmaktalar (Bushman ve Smith, 2003). İyi şeffaf açıklamanın maliyetli olmasına rağmen, açıklama ve şeffaflık, her ne pahasına olursa olsun uygulanması gereken kurumsal yönetim raporlamasının kilit yönlerinden biridir. Bir şirketin önemli bilgilerinin açıklanması ve şeffaflığı, kamuya hesap verme sorumluluğundan anlamına gelmektedir (Sinclair, 1995). Açıklama, hem gerekli minimum kurumsal yönetim açıklamalarına uyumu hem de ilgili bilgilerin hedeflenen paydaşlara gönüllü olarak açıklanmasını içermelidir (Wei, Davey ve Coy, 2008).

Daha fazla ve şeffaf açıklamanın daha yüksek şirket performansına neden olduğu varsayılmaktadır (Klapper ve Love, 2004). Biobebe, Igbo ve John (2013) Nijerya'daki şirketlerin finansal raporlaması üzerine uluslararası kurumsal yönetim açıklamalarının önemini incelemişlerdir. Bu çalışmadan elde edilen sonuçlar, kurumsal yönetim açıklamalarının şirketlerin toplam varlıkları ve karlılıkları üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Bu sonuç, yine Nijerya bankaları örneğinde yapılan Herbert ve Agwor'un (2021) çalışmasının sonucuyla da uyumludur. Oino (2019) şeffaflık ve açıklamanın Londra'daki 20 finansal kuruluşun finansal performansı üzerindeki etkisini araştırmıştır. Yaptığı araştırmadan, iyi ve şeffaf açıklamanın, daha iyi denetim, daha iyi uyum ve daha iyi risk yönetimine neden olduğu ve bunun da finansal performansı olumlu yönde etkilediği sonucuna varmıştır.

Sonuç olarak, bu çalışmadaki Kurumsal Yönetim Endeksi, şirkete özel kurumsal yönetimin geniş bir ölçüsü olarak hizmet etmektedir ve uluslararası standartlara göre en iyi uygulamanın farklı kurumsal yönetim özelliklerini yansıtmaktadır. Kurumsal Yönetim Endeksi bu alt endeks kapsamında on (10) kurumsal yönetim önlemini

içermektedir. Aşağıdaki Tablo 3.3 kurumsal yönetim endeksini, alt endekslerini ve içeriğini göstermektedir.

Tablo 3.4: Kurumsal Yönetim Endeksi

Yönetim Kurulu Alt Endeksi		
1	Şirket 'uy ya da açıkla' ilkesini benimsemektedir	Evet/Hayır
2	Şirketin ana hedefi, hissedarların değer maksimizasyonudur.	Evet/Hayır
3	Yönetim Kurulu, şirketin uzun vadeli yaşayabilirliğini sağlamak için çalışmaktadır.	Evet/Hayır
4	Şirket ve Yönetim Kurulu, şirketin paydaşlarla iyi bir ilişkisi sahip olmaktadır.	Evet/Hayır
5	Yönetim Kurulu, şirketin yönetimini etkin bir şekilde izlemektedir.	Evet/Hayır
6	Yönetim Kurulu finansal raporlama yasalarına uymaktadır	Evet/Hayır
7	Yönetim Kurulu net kurumsal stratejiye rehberlik etmektedir	Evet/Hayır
8	Yönetim Kurulu kilit yöneticileri ve direktörleri izlenip zaman içinde değiştirmektedir	Evet/Hayır
9	Yönetim Kurulu, zaman zaman kilit yöneticilerin ücretlerini gözden geçirmektedir	Evet/Hayır
10	Yönetim Kurulu, ortaya çıkabilecek olası çıkar çatışmalarını yönetir	Evet/Hayır
11	Yönetim Kurulu, finansal raporlamanın doğruluğundan sorumludur	Evet/Hayır
12	Yönetim Kurulu, şirketteki yönetim uygulamalarının etkinliğinde gelişme olmasını sağlamaktadır.	Evet/Hayır
13	Yönetim Kurulunda başkan ve genel müdür pozisyonu ayrılmaktadır	Evet/Hayır
14	Yönetim Kurulunda icracı olmayan üyeler bulunmaktadır.	Evet/Hayır
15	Yönetim Kurulu üyelerinin çoğunluğu bağımsız üyelere oluşmaktadır	Evet/Hayır
16	Yönetim Kurulu, yönetimin çıkarlarını şirketin çıkarlarıyla aynı hizaya getirmek için yönetime tazminat olarak hisse senedi opsiyonlarını	Evet/Hayır

	kullanılmaktadır	
Yönetim Kurulu Komiteleri Alt Endeksi		
17	Yönetim Kurulunda atama / aday gösterme komitesi bulunmaktadır	Evet/Hayır
18	Yönetim Kurulunda ücretlendirme/tazminat komitesi bulunmaktadır	Evet/Hayır
19	Yönetim Kurulunda denetim komitesi bulunmaktadır	Evet/Hayır
20	Yönetim Kurulunda kurumsal yönetim komitesi bulunmaktadır	Evet/Hayır
21	Yönetim Kurulunda risk komitesi bulunmaktadır	Evet/Hayır
22	Atama Komitesi, yöneticilerin atanmasını önermektedir	Evet/Hayır
23	Ücretlendirme Komitesi yöneticiler için tazminat önermektedir	Evet/Hayır
24	Denetim Komitesi yönetim kuruluna rapor vermektedir	Evet/Hayır
25	Denetim Komitesi denetçi atar ve denetim ücretini belirlemektedir	Evet/Hayır
26	Kurumsal Yönetim komitesi yılda en az 3 kez toplantı yapmaktadır	Evet/Hayır
27	Risk Komitesi yılda en az 3 kez toplantı yapmaktadır	Evet/Hayır
28	Denetim Komitesi, şirketin dış denetçisi ile toplanır	Evet/Hayır
29	Atama Komitesinin başkanı bağımsız yöneticidir	Evet/Hayır
30	Ücretlendirme Komitesinin başkanı bağımsız yöneticidir	Evet/Hayır
31	Denetim komitesinin başkanı bağımsız yöneticidir	Evet/Hayır
32	Kurumsal Yönetim Komitesi başkanı bağımsız yöneticidir	Evet/Hayır
Pay Sahipleri Haklarının Alt Endeksi		
33	Şirkette hissedarlara karşı eşit muamele uygulamaktadır	Evet/Hayır
34	Şirket, yıllık raporunda bir pay/bir oy politikasını açıklamaktadır	Evet/Hayır
35	Şirketin herhangi bir devralma karşıtı politikası bulunmamaktadır	Evet/Hayır
36	Şirket, yıllık genel kurul toplantılarında vekaleten oy kullanılmasına izin	Evet/Hayır

	vermektedir.	
37	Hissedarlar yeni yöneticileri seçmektedir	Evet/Hayır
38	Hissedarlar, şirketteki temel değişikliklerle ilgili kararlara katılabilmektedir	Evet/Hayır
39	Hissedarlar temettü dağıtımına ile ilgili kararlar katılabilmektedir.	Evet/Hayır
40	Pay sahipleri yıllık genel kurul toplantılarında ve ihtiyaç duydukları her zaman soru sorabilirler.	Evet/Hayır
Açıklama Alt Endeksi		
41	Şirket, yıllık raporlarını raporlarken UFRS'ye uymaktadır	Evet/Hayır
42	Şirketin hesapları bağımsız bir denetçi tarafından denetlenmektedir	Evet/Hayır
43	Şirket ilgili bilgileri paydaşlara zamanında açıklamaktadır	Evet/Hayır
44	Şirketin mali durumunu açıklamaktadır	Evet/Hayır
45	Şirketin finansal performansını açıklamaktadır	Evet/Hayır
46	Şirketin sahiplik yapısını açıklamaktadır	Evet/Hayır
47	Şirket, yıllık raporunda ayrı bir kurumsal yönetim raporunu açıklamaktadır	Evet/Hayır
48	Şirket, yöneticilerinin ilgili çıkarlarını açıklamaktadır	Evet/Hayır
49	Şirket, yönetim kurulunun yapısını açıklamaktadır	Evet/Hayır
50	Şirket, yöneticilerinin ücretlerini açıklamaktadır	Evet/Hayır

Kaynak: Yazarın kendisi tarafından hazırlanmıştır.

3.7.3 Kontrol Değişkenleri

Kurumsal yönetimin finansal performans üzerindeki etkisini analiz ederken, önceki çalışmalar, şirkete özgü birçok değişkenin hem kurumsal yönetim hem de finansal performans ölçüleriyle ilişkilendirilebileceğini göstermektedir. Bu değişkenler kontrol edilmezse, analizlerin sonucu ihmal edilmiş bir değişken yanlılığı içerebilmektedir. Bu nedenle, bu çalışmada, ihmal edilen değişken yanlılığını mümkün olduğunca sınırlamak

için analizlere geniş bir dizi kontrol değişkeni dahil edilmiştir. Bu nedenle, LEV olarak kodlanan şirket borcunun özsermaye oranı (kaldıraç oranı), SIZE olarak kodlanan şirketin büyüklüğü, CIR olarak kodlanan şirketin sermaye-yoğunluk oranı, AGE olarak kodlanan şirketin yaşı ve ADR olarak kodlanan ikincil borsada işlem görme, kontrol değişkenleri olarak kullanılmıştır. Bu değişkenlerin hem finansal performans hem de bazen kurumsal yönetim uygulaması üzerinde önemli bir etkiye sahip olduğu birçok çalışma tarafından bahsedilmiştir (Jensen 1986; Reese ve Weisbach, 2002; La Porta ve diğerleri, 2002; Cheung ve diğerleri, 2008; Claessens ve Yurtoğlu, 2013). Tablo 3.4 değişkenleri, kodlarını, tipini ve tanımını göstermektedir.

Tablo 3.5: Analizde Kullanılan Değişkenlerin Tanımları

Değişken Kodu	Adı	Değişken Tipi	Değişken Tanımı
<i>ROA</i>	Aktif Kârlılığı	Bağımlı Değişken	Kâr veya zarar/Toplam Varlıklar
<i>ROE</i>	Özkaynak Kârlılığı	Bağımlı Değişken	Kâr veya zarar/Toplam Özkaynak
<i>CGI</i>	Kurumsal Yönetim Endeksi	Bağımsız Değişken	CGI'nın ortalama uyumluluğu
<i>BOSI</i>	Yönetim Kurulu Alt Endeksi	Bağımsız Değişken	BOSI'nin ortalama uyumluluğu
<i>BCSI</i>	Yönetim Kurulu Komiteleri Alt Endeksi	Bağımsız Değişken	BCSI'nin ortalama uyumluluğu
<i>SHDSI</i>	Pay Sahipleri Hakları Alt Endeksi	Bağımsız Değişken	SHDSI'nin ortalama uyumluluğu
<i>DISI</i>	Açıklama Alt Endeksi	Bağımsız Değişken	DISI'nin ortalama uyumluluğu
<i>CIR</i>	Sermaye Yoğunluğu Oranı	Kontrol Değişkeni	Toplam Varlıklar / satışlar veya Ciro
<i>LEV</i>	Kaldıraç Oranı	Kontrol Değişkeni	Toplam Borç/Toplam Özkaynak
<i>SIZE</i>	Şirket Büyüklüğü	Kontrol Değişkeni	Toplam Varlıkların Logaritması
<i>AGE</i>	Şirket Yaşı	Kontrol Değişkeni	Şimdiki yıl - Kuruluş yılı
<i>ADR</i>	İkincil Borsada İşlem Görme	Kontrol Değişkeni	Birden fazla borsaya kayıt

Kaynak: Yazarın kendisi tarafından hazırlanmıştır.

3.8 MODEL ÖZELLİKLERİ

Kurumsal yönetimin Afrika'daki şirketlerin finansal performansı üzerindeki etkisini incelemek için, bu çalışmada ilk olarak Black ve diğerleri (2005) tarafından benimsenen ve Wooldridge'in (2001) temel ekonometrik modelinin değiştirilmiş bir versiyonu kullanıp verilerin analizi için model iki modele ayrılmıştır. Temel model aşağıda yer almaktadır:

$$Y_{it} = \alpha + \beta_1 CGI_{it} + \gamma X_{it} + e_{it}$$

Bu modelde:

Y_{it} : i şirketinin t zamandaki finansal performansının bağımlı değişken ölçüleridir.

CGI_{it} : i şirketinin t zamandaki Kurumsal Yönetim Endeksin puanıdır.

γX_{it} : i şirketinin t zamandaki kontrol değişkenlerinin bir vektörüdür.

e_{it} : Hata terimidir, hata terimi bileşik bir hatadır ve $e_{it} = v_i + u_{it}$ olarak tanımlanmaktadır.

v_i : Gözlenmeyen şirkete özgü etkidir.

u_{it} : İdyosenkratik (özgün) hatadır.

Bu modelden temel olarak ve analizlerimize rehberlik etmesi için daha basit tanımsal modeller geliştirdik. Bu modeller aşağıdaki şekilde olmaktadır:

$$ROA_{it} = \alpha_i + \beta_1 CGI_{it} + \beta_2 CIR_{it} + \beta_3 AGE_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 ADR_{it} + e_{it} \quad (1)$$

$$ROE_{it} = \alpha_i + \beta_1 CGI_{it} + \beta_2 CIR_{it} + \beta_3 AGE_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 ADR_{it} + e_{it} \quad (2)$$

Bu iki model, kurumsal yönetimin finansal performans üzerindeki genel etkisine ilişkin panel veri analizlerinde kullanılmıştır. Bireysel alt endeksin finansal performans üzerindeki etkisini bulmak için aşağıdaki modeller de oluşturulmuştur:

$$ROA_{it} = \alpha_i + \beta_1 BOSI_{it} + \beta_2 BCSI_{it} + \beta_3 SHDI_{it} + \beta_4 DISI_{it} + \beta_5 CIR_{it} + \beta_6 AGE_{it} + \beta_7 SIZE_{it} + \beta_8 LEV_{it} + \beta_9 ADR_{it} + e_{it} \quad (3)$$

$$ROE_{it} = \alpha_i + \beta_1 BOSI_{it} + \beta_2 BCSI_{it} + \beta_3 SHDI_{it} + \beta_4 DISI_{it} + \beta_5 CIR_{it} + \beta_6 AGE_{it} + \beta_7 SIZE_{it} + \beta_8 LEV_{it} + \beta_9 ADR_{it} + e_{it} \quad (4)$$

Sağlamlık kontrolü için aşağıdaki temel dinamik modelini kullandık:

$$Y_{it} = \Phi Y_{it-1} + \gamma Z'_{it} + \beta X'_{it} + d_t + e_{it} \quad (5)$$

Bu modeled:

Y_{it} : ROA ve ROE ile temsil edilen i şirketinin t zamandaki finansal performansının bağımlı değişken ölçüleridir.

Y_{it-1} : ROA ve ROE ile temsil edilen i şirketinin t zamandaki finansal performansının bağımsız değişken ölçülerinin gecikmesidir.

Z'_{it} : i şirketinin t zamandaki kontrol değişkeninin vektörüdür.

X'_{it} : i şirketinin t zamandaki açıklayıcı değişkenin vektörüdür.

d_t : Yıl kuklasıdır.

e_{it} : Hata terimidir, hata terimi bileşik bir hatadır ve yukarıda açıklandığı gibi $e_{it} = v_i + u_{it}$ olarak tanımlanmaktadır.

3.9 VERİ ANALİZ VE SUNUM TEKNİKLERİ

Verilerin toplanmasından sonra, önceki çalışmalarda KYE'yi incelemek ve karşılaştırmaları için içerik analizi kullanılmıştır. Bu yöntem aynı zamanda şirketlerin Kurumsal Yönetim Endeksimize uyumunu incelemek için de kullanılmıştır. İçerik analizi, çeşitli öğeleri ve bilgileri çeşitlerine göre sınıflandırma ve kataloglama sürecini ifade etmektedir. İçerik analizi, büyük miktarda nitel verinin analiz edileceği bir durumda verileri analiz etmek için kullanılabilir uygun bir tekniktir (Ranti, 2011). İçerik analizinin çeşitli şekilleri vardır; fakat bu çalışmada, şirketin yıllık raporlarını Kurumsal Yönetim Endeksimize göre analiz etmek için Evet ve Hayır yaklaşımı kullanılmıştır. Evet yanıtına bir (1) değeri, Hayır yanıtına ise sıfır (0) değeri atanmıştır. Bu, öznellik unsurunu ortadan kaldırmak için güvenilir bir yöntemdir (Garay ve González, 2008; Ranti, 2011).

Değişkenlerin kodlanmasından sonra verilerin temel özelliklerini analiz etmek ve açıklamak için tanımlayıcı istatistikler kullanılmıştır. Bağımsız değişkenlerin performans üzerindeki etkisini analiz etmek için panel veri regresyon analizi

kullanılmıştır. Sağlamlık testi için analizlerde dinamik GMM kullanılmıştır. Ne tür bir GMM yönteminin kullanılacağını bilmek için Blundell, Bond ve Windmeijer'in (2001) GMM seçim yöntemini kullandık. Sonuç olarak, veri özelliklerine göre KYE'nin etkisini ve alt endekslerin genel örneklemin finansal performansı üzerindeki etkisini ve içsellik kontrolü yapıldıktan sonra finansal olmayan sektörlerde yer alan şirketlerin etkisini analiz etmek için '*Difference GMM*' kullanılmıştır. Öte yandan içsellik kontrolü yapıldıktan sonra finans sektörlerindeki şirketlerin verileri '*System GMM*' kullanılarak analiz edilmiştir. Değişkenler STATA uygulama kullanılarak kodlanmış ve analiz edilmiştir. GMM analizleri için ise Roodman'ın 2009 yılında geliştirmiş Xtabond2 command uygulanarak analizler yaptık. Analizlerden elde edilen sonuçlar tablo ve grafik şeklinde sunmaktadır. Sonuçlar bir sonraki bölümde ele alınmıştır.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

BULGULAR VE TARTIŞMA

4.1 BÖLÜM GİRİŞİ

Bu bölüm, Afrika Ortak Hukuk ülkelerinin borsalarında işlem gören şirketlerin yıllık faaliyet raporu ve mali tablolarından toplanan ikincil verilerin analizini sunmaktadır. Analizlerin sonuçları bu bölümde tablo ve şekil şeklinde sunulmuştur. Sonuçlar tablo ve şekillerdeki sunumlarına göre tartışılmıştır. Verilerin ana özelliklerini farklı boyutlarıyla birlikte analiz etmek ve sunmak için tanımlayıcı istatistik tablo ve şekiller kullanılmıştır. Bağımlı değişkenler ile bağımsız değişkenler arasındaki ilişkiyi yani bu araştırmada kullanılan kurumsal yönetim endeksi ve alt endeksleri ile finansal performans ölçütleri arasındaki ilişkiyi analiz etmek ve sunmak için panel regresyon analizleri kullanılmaktadır. Elde edilen sonucun sağlamlığını kontrol etmek için GMM kullanıp araştırma hipotezleri test edilmiştir. Bölümün giriş kısmından sonra tanımlayıcı istatistikler ele alınmış ve kurumsal yönetim endeksi/alt endeksleri ile kurumsal performans arasındaki ilişkinin analizleri yapılmıştır. Daha sonra sonuçların sağlamlığı tartışılmıştır.

4.2 TANIMLAYICI ANALİZLER

4.2.1 Afrika'da Kurumsal Yönetim Endeksi ve Uyum

Aşağıdaki Tablo 4.1, Kurumsal Yönetim Alt Endekslerinin her birine uyum düzeyini göstermektedir. Genel olarak, tüm alt endekslerde (eşit ağırlıklı dört alt endeks) Kurumsal Yönetim Endeksi puanının ortalaması %100 tam uyum üzerinden %63'tür. Bu, ortalama olarak Afrika'daki şirketlerin, KYE tarafından temsil edilen en iyi uygulama kurallarının ve önerilen kurumsal yönetim ilkelerinin %60'inden fazlasına uyduğunu göstermektedir. Şirket düzeyinde gözlemlenen maksimum kurumsal yönetim endeksi %99 uyum ile minimum %10'dur. Tablo, hemen hemen tüm şirketlerin her zaman mali durumlarını (%99), mali performanslarını (%99) raporladığını ve yıllık raporlama (%98) konusunda zorunlu olan kanuna uyduklarını göstermektedir. Yönetim Kurulu alt endeksi yaklaşık %72'lik bir ortalamaya sahiptir. Bu, yönetim kurulunun

misyonu, kurulun temel işlevleri, kurulun bağımsızlığı ve iç ve dış yöneticilerin karışımına ilişkin iyi kurumsal yönetim uygulamaları olarak kabul edilenlerin yalnızca %72'sinin şirketler tarafından benimsendiği anlamına gelmektedir. Ayrıca, %98'i yasalara uyarken, şirketlerin yönetim kurullarının yalnızca %70'i tavsiye edilen kurumsal yönetim kurallarına tam olarak uymakta veya bir kurala/kurallara uymamayı tercih ettikleri durumlarda uyumsuzluğun nedenini açıklamaktadır. Tablo ayrıca şirketlerin yönetim kurullarının %90'ının şirketlerin finansal raporlamasının bütünlüğünü koruduğunu göstermektedir. Sonuç, ayrıca şirketlerin %91'inin yönetim kurulu başkanı ve genel müdür (CEO) pozisyonlarını ayırdığını ve şirketlerin %94'ünün yönetim kurullarında icracı olmayan direktörlerin bulunduğunu göstermektedir. Bu, Afrika ülkelerinde borsaya kote şirketlerin neredeyse tamamında, izleme birimi ile şirket yönetimi arasında görev ve sorumlulukların net bir şekilde ayrıldığını göstermektedir. Bununla birlikte tablo, kurulların %94'ünün icrada görevli olmayan yöneticilerden oluştuğunu gösterse de, kurulların sadece %31'i icracı olmayan bağımsız üyelere sahiptir. Bu, kurulların çoğunun üst yönetimi izlemek için gerekli bağımsızlığa sahip olmasına rağmen, kurulların Afrika'da tam, verimli ve etkin bir şekilde izlenmesi için daha çok bağımsızlığa ihtiyaç duyulduğunu göstermektedir. Bu durum, şirketlerin yönetim kurullarının yalnızca %48'inin yönetim kurullarındaki olası çıkar çatışmalarını yönettiğini gösteren tabloda da desteklenmektedir.

Yönetim Kurulu Komiteleri alt endeksinin ortalama değeri %43,19'dur. Yönetim Kurulu Komitesi alt endeksi, şirketlerin yönetim kurullarının %91'inin denetim komitesi, %65'inin ücretlendirme komitesi, %50'sinin atama/aday gösterme komitesi ve %47'sinin risk komitesinden oluştuğunu göstermektedir. Şirketlerin yönetim kurullarının sadece %24'ünde kurumsal yönetim komiteleri bulunmaktadır. Bununla birlikte, denetim komitesi, ücret komitesi ve atama/aday gösterme komitesi, komitelerin başkanı olarak sırasıyla %38, %26 ve %20'si icracı olmayan bağımsız direktörlere sahiptir. Genel olarak, bunlar, Afrika'daki şirketlerin çoğunluğunun yönetim kurulunun denetim, işe alma ve ücretlendirme işlevleriyle ilgili olarak iyi kurumsal yönetim uygulamasına karşın, kıtada yönetim kurulunda ayrı bir bağımsız kurumsal yönetim komitesi oluşturma uygulamasının hala çok az olduğunu göstermektedir. Tablo ayrıca, yönetim kurulu komitelerine ilişkin kurumsal yönetim uygulamasının, minimum %10

ve maksimum %91 olmak üzere bir şirketten diğerine farklılık olduğunu göstermektedir.

Hissedarlar hakkı alt endeksinin ortalama değeri %55,64'tür. Bu, Afrika'da, ortalama olarak hissedarların haklarının nispeten korunmakta olduğunu göstermektedir. Bu alt endeks, Afrika ülkelerinde borsaya kote şirketlerin %96'sının herhangi bir düşmanca devralmayı önlemek için herhangi bir devralma önleme politikası sahip olmadığını göstermektedir. Dolayısıyla bu, Afrika piyasalarında işlem gören şirketlerin rekabetçi bir piyasa için herhangi bir kısıtlamadan muaf olduğu ve kurumsal yönetimin şirketlerin geleceğini belirlemede önemli bir rol oynadığı anlamına gelmektedir. Bu endekste minimum puan %14 olup, şirketlerin sadece %14'ünün hissedarlarına, yıllık genel kurul toplantılarında herhangi bir seçim olması durumunda, şirkette sahip olunan her hisse için bir oy hakkının olduğunu tam olarak açıkladığını göstermektedir. Tablo ayrıca, şirketlerin %76'sında hissedarlarının, yeni yöneticilerin seçimi de dahil olmak üzere, şirketlerdeki temel değişikliklerle ilgili kararlara her zaman katıldığını göstermektedir.

Açıklama alt endeksi %88,44 ortalama değere sahiptir. Bu, en yüksek ortalama değere ve en yüksek bireysel KYE puanlarına sahip alt endektir. Şirketlerin mali durumu ve mali performansı ile ilgili %99 oranında bilgi paylaşımı yapılmaktadır. Şirketlerin %97'sinin bağımsız bir Dış Bağımsız Denetçi raporu bulunmaktadır. Çoğunluğu hükümete veya onun kamu iktisadi teşebbüsüne ait olan ve ülkenin baş muhasebeciliği tarafından (bağımsız denetçi olarak) denetlenen şirketler bu istatistiklerde dahili kapsamamıştır. Bunun nedeni, genel muhasebeci ofisinin herhangi bir ülkenin hükümetinin bir parçasıdır; dolayısıyla bir şirketin çoğunluk hissedarı ile dolaylı olarak ilişkilidir. Tablo ayrıca Uluslararası Finansal Raporlama Standartlarının (UFRS) kullanımına ilişkin %93 açıklama yapıldığını ve şirketlerin %92'sinin ilgili bilgileri zamanında kamuya açıkladığını göstermektedir. Şirketlerin %94'ü şirketlerin yönetim kurulu yapısını da açıklamaktadır, %88'i ise yıllık faaliyet raporlarında ayrı kurumsal yönetim raporlarını açıklamaktadır. Bu alt endekste minimum puan, kilit yöneticilerin ücretlerinin açıklanması ile ilgilidir ve bu da şirketlerin sadece %65'inin yöneticilerinin ücretlerini açıkladığını göstermektedir. Bunlar, Afrika'daki şirketlerin, paydaşların şirketler hakkında bilinçli bir karar verebilmeleri için ilgili bilgileri halka zamanında açıklama konusunda iyi bir kültüre sahip olduğunu göstermektedir.

Tablo 4.1: Kurumsal Yönetim Endeksi ve Uyum

N	KYE'in Önlemleri	%Ortaması
<i>Yönetim Kurulu Alt Endeksi</i>		71,88
1	Şirket 'uy ya da açıkla' ilkesini benimsemektedir	70
2	Şirketin ana hedefi, hissedarların değer maksimizasyonudur.	56
3	Yönetim Kurulu, şirketin uzun vadeli yaşayabilirliğini sağlamak için çalışmaktadır.	78
4	Şirket ve Yönetim Kurulu, şirketin paydaşlarla iyi bir ilişkisi sahip olmaktadır.	84
5	Yönetim Kurulu, şirketin yönetimini etkin bir şekilde izlemektedir.	79
6	Yönetim Kurulu finansal raporlama yasalarına uyarmaktadır	98
7	Yönetim Kurulu net kurumsal stratejiye rehberlik etmektedir	72
8	Yönetim Kurulu kilit yöneticileri ve direktörleri izlenip zaman içinde değiştirmektedir	77
9	Yönetim Kurulu, zaman zaman kilit yöneticilerin ücretlerini gözden geçirmektedir	78
10	Yönetim Kurulu, ortaya çıkabilecek olası çıkar çatışmalarını yönetir	48
11	Yönetim Kurulu, finansal raporlamanın doğruluğundan sorumludur	90
12	Yönetim Kurulu, şirketteki yönetim uygulamalarının etkinliğinde gelişme olmasını sağlamaktadır.	85
13	Yönetim Kurulunda başkan ve genel müdür pozisyonu ayrılmaktadır	91
14	Yönetim Kurulunda icracı olmayan üyeler bulunmaktadır.	94
15	Yönetim Kurulu üyelerinin çoğunluğu bağımsız üyelerden oluşmaktadır	31
16	Yönetim Kurulu, yönetimin çıkarlarını şirketin çıkarlarıyla aynı hizaya getirmek için yönetime tazminat olarak hisse senedi opsiyonlarını kullanmaktadır	20
<i>Yönetim Kurulu Komiteleri Alt Endeksi</i>		43,19
17	Yönetim Kurulunda ücretlendirme/tazminat komitesi bulunmaktadır	50

18	Yönetim Kurulunda denetim komitesi bulunmaktadır	65
19	Yönetim Kurulunda kurumsal yönetim komitesi bulunmaktadır	91
20	Yönetim Kurulunda risk komitesi (RICOM) bulunmaktadır	24
21	Atama Komitesi, yöneticilerin atanmasını önermektedir	47
22	Yönetim Kurulunda ücretlendirme/tazminat komitesi bulunmaktadır	47
23	Ücretlendirme Komitesi yöneticiler için tazminat önermektedir	59
24	Denetim Komitesi yönetim kuruluna rapor vermektedir	59
25	Denetim Komitesi denetçi atar ve denetim ücretini belirlemektedir	38
26	Kurumsal Yönetim komitesi yılda en az 3 kez toplantı yapmaktadır	14
27	Risk Komitesi yılda en az 3 kez toplantı yapmaktadır	38
28	Denetim Komitesi, şirketin dış denetçisi ile toplanır	64
29	Atama Komitesinin başkanı bağımsız yöneticidir	20
30	Ücretlendirme Komitesinin başkanı bağımsız yöneticidir	26
31	Denetim komitesinin başkanı bağımsız yöneticidir	38
32	Kurumsal Yönetim Komitesi başkanı bağımsız yöneticidir	10
	<i>Pay Sahipleri Haklarının Alt Endeksi</i>	55,64
33	Şirkette hissedarlara karşı eşit muamele uygulamaktadır	28
34	Şirket, yıllık raporunda bir pay/bir oy politikasını açıklamaktadır	14
35	Şirketin herhangi bir devralma karşıtı politikası bulunmamaktadır	96
36	Şirket, yıllık genel kurul toplantılarında vekaleten oy kullanılmasına izin vermektedir.	70
37	Hissedarlar yeni yöneticileri seçmektedir	76
38	Hissedarlar, şirketteki temel değişikliklerle ilgili kararlara katılabilmektedir	76

39	Hissedarlar temettü dağıtımına ile ilgili kararlar katılabilmektedir.	48
40	Pay sahipleri yıllık genel kurul toplantılarında ve ihtiyaç duydukları her zaman soru sorabilirler.	37
	Açıklama Alt Endeksi	88,44
41	Şirket, yıllık raporlarını raporlarken UFRS'ye uymaktadır	93
42	Şirketin hesapları bağımsız bir denetçi tarafından denetlenmektedir	97
43	Şirket ilgili bilgileri paydaşlara zamanında açıklamaktadır	92
44	Şirketin mali durumunu açıklamaktadır	99
45	Şirketin finansal performansını açıklamaktadır	99
46	Şirketin sahiplik yapısını açıklamaktadır	88
47	Şirket, yıllık raporunda ayrı bir kurumsal yönetim raporunu açıklamaktadır	83
48	Şirket, yöneticilerinin ilgili çıkarlarını açıklamaktadır	73
49	Şirket, yönetim kurulunun yapısını açıklamaktadır	94
50	Şirket, yöneticilerinin ücretlerini açıklamaktadır	65
	Kurumsal Yönetim Endeksi Ortalaması	63,41

Kaynak: Yazarın kendisi tarafından hazırlanmıştır.

4.2.2 Değişkenlerin Özet Tanımlayıcı İstatistikleri

Bu araştırmada kullanılan değişkenlerin özet tanımlayıcı istatistikleri Tablo 4.2'de verilmiştir. Tablo 4.2, bu çalışmada kullanılan tüm değişkenlerin özet tanımlayıcı istatistiklerini sunmaktadır. Analizlerde kullanılan 1.092 örneklem sayısı Kurumsal Yönetim Endeksi (KYE) minimum %8, maksimum %96 ve ortalama %63,81'dir. Bu, kurumsal yönetim endeksine en az uyum gösteren şirketin %8 ile en düşük puana sahipken, kurumsal yönetim endeksine en yüksek uyum sağlayan şirketin %96 uyum oranına sahip olması anlama gelmektedir. Bu, tablo 4.1'deki ortalama Kurumsal Yönetim Endeksi puanının (eşit ağırlıklı dört alt endeks) sonucunu daha da desteklemektedir. KYE'nin standart sapması yaklaşık %18'dir. Bu, kurumsal yönetime

uyum endeksinin ortalama mutlak sapma oranının her iki tarafa %18 olabileceği anlamına gelmektedir. Tablo ayrıca, örneklelimize dahil edilen şirketlerin ortalama olarak yaklaşık %1,38 Aktif Kârlılığına (ROA) sahip olduğunu ortaya koymaktadır. Bunun yanı sıra tablo, şirketlerin Özkaynak Kârlılığında (ROE) ortalama olarak yaklaşık %13'lük bir zarara uğradığını da göstermektedir.

Tablo 4.2: Değişkenlerin Özet Tanımlayıcı İstatistikleri

Değişkenler	Veri sayısı	Ortalama	Std. sapma.	Minimum	Maksimum
ROA	1092	0.013827	1.097996	-33.34486	7.666867
ROE	1092	-0.1311628	6.573819	-211.942	4.798865
CGI	1092	63.41575	0.1834608	8	96
BODSI	1092	71.88072	0.2032951	6.25	100
BCSI	1092	43.19483	0.2609894	0	100
SHDI	1092	55.64332	0.2507558	0	100
DISI	1092	88.44322	0.1577086	20	100
LEV	1092	1.557158	24.72271	0	760.353
SIZE	1092	8.161425	0.984136	4.742128	11.14297
AGE	1092	52.12729	33.6871	3	180
CIR	1092	0.5483834	0.3512668	0	4.336681
ADR	1092	0.290293	0.4541055	0	1

Kaynak: Yazarın değerlendirmesi

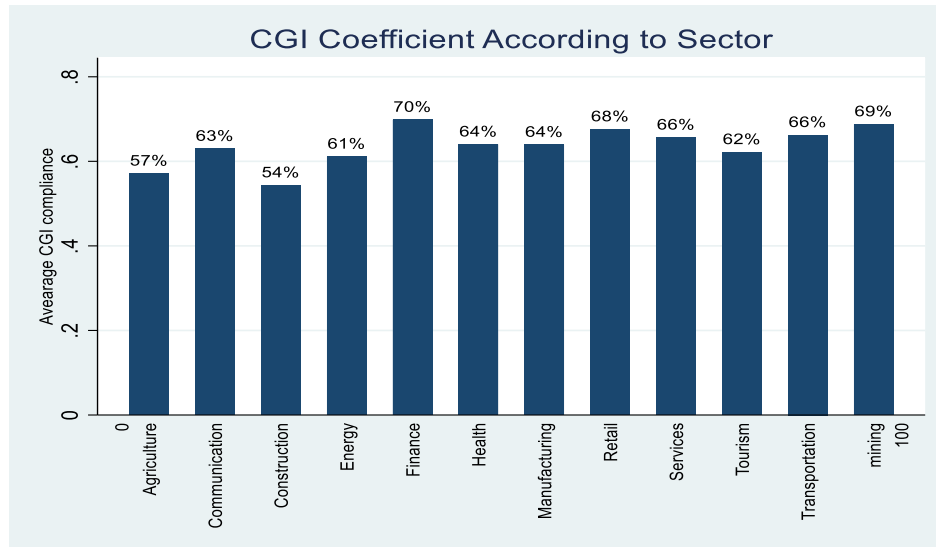
Tablo şunu göstermektedir: Yönetim Kurulu Alt Endeksi ortalama %71,88, Yönetim Kurulu Komiteleri Alt Endeksi ortalama %43,19, Hissedar Hakları Alt Endeksi ortalama %55,64 ve Açıklama Alt Endeksi ortalama %88.44 puana sahiptir. Bu, tablo 4.1'deki ortalama Kurumsal Yönetim Endeksi puanının (eşit ağırlıklı dört alt endeks) bulgularını da desteklemektedir. Şirketlerin kaldıraç oranları %0 ile %760 arasında değişmekte olup, ortalama kaldıraç oranı %155 civarındadır. Bu, Afrika piyasalarında

işlem gören şirketlerin yüksek oranda kaldıraçlı olduğu anlamına gelmektedir. Kaldırıcının minimum seviyesinin sıfır olmasının nedeni ise Afrika'daki bazı şirketlerin yıllık faaliyet raporlarında söz konusu şirketlerin uzun vadeli borçlarının yer almamasıdır. Bazı şirketlerin bilançosunda uzun vadeli borç yoktur ve diğer tablolarda ise hiç borç gözükmemektedir.

4.2.3 Sektörün Kurumsal Yönetim Endeksi Uyumu

Bu tanımlayıcı analiz, her sektörün kurumsal yönetim endeksine uygunluğunu tanımlamamıza yardımcı olmaktadır. Aşağıdaki Şekil 1, sektörel bazda kurumsal yönetim endeksi uyumuna ilişkin özet tanımlayıcı istatistikleri göstermektedir. Kurumsal yönetim endeksine en yüksek uyumun Finans (%70), Madencilik (%69) ve Perakendecilik (%68) sektörler olurken en düşük uyumun ise %54 ile İnşaat, Tarım ve Turizm sektörlerinde, sırasıyla %57 ve %62 şeklinde olduğu rahatlıkla görülmektedir. Bu sonuç, Hassan'ın (2012) BAE'de borsada işlem gören şirketler üzerinde KYE'yi kullanarak analiz edilen bankacılık sektörünün (finans sektörü) en yüksek uyumu kaydettiğinin tespit edildiği araştırmasıyla uyumludur. Genel olarak, kurumsal yönetim endeksinin nispeten ortalamanın üzerinde bir uyumu vardır. Bu uyum, tüm sektörlerin tavsiye edilen en iyi uygulamanın kurumsal yönetim kurallarına oranla uyumlu olduğu anlamına gelmektedir.

Şekil 1: Sektörün Kurumsal Yönetim Endeksi Uyumu Özeti

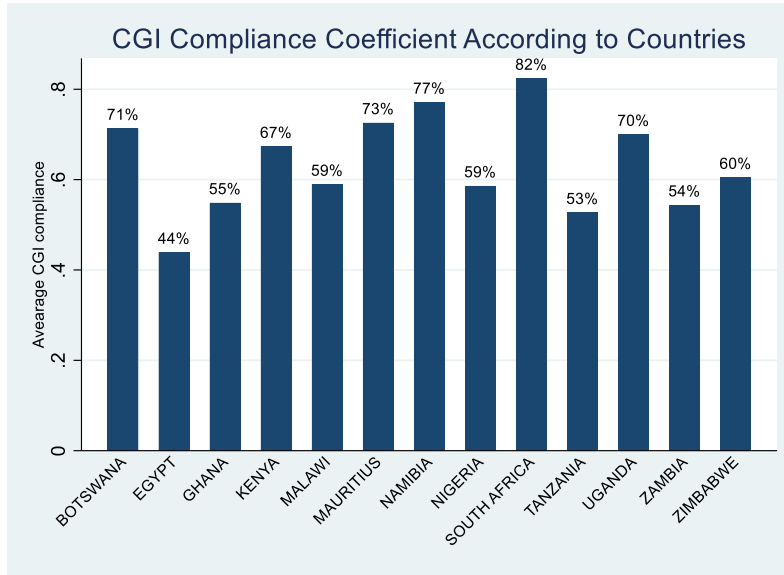


Kaynak: Yazarın değerlendirmesi

4.2.4 Ülkelerin Kurumsal Yönetim Endeksine Uyum

Şekil 2, her bir ülkedeki kurumsal yönetim endeksinin uygunluğunun tanımlayıcı istatistiklerini göstermektedir. Görüldüğü gibi, Güney Afrika Ülkesi %82 oranla en yüksek uyum puanına sahiptir. Bu, Afrika kurumsal yönetiminin lideri ve öncüsü olarak Güney Afrika Ülkesi'nin Johannesburg borsasında işlem gören şirketlerin ortalama %82'sine uyum sağladığı anlamına gelmektedir. Ortalama uyumun en düşük olduğu ülke ise %44 oranla Mısır'dır. Kıtadaki diğer ülkelerle karşılaştırıldığında Mısır, kurumsal yönetim endeksinin ortalama uyumunun en düşük olduğu ülke olmanın yanı sıra, hem yönetim kurulu başkanı ve genel müdür pozisyon ayrımı açısından hem de Uluslararası Finansal Raporlama Standartları'na (UFRS) uyum açısından en düşük uygulamaya sahip ülke olmaktadır. Bu sonuç, kurumsal yönetimin kurumsal özelliklerinin Sahra Altı Afrika Anglofon ülkelerindeki şirketler üzerindeki etkisini panel regresyon kullanarak analiz eden Afolabi'nin (2015) sonucu ile örtüşmektedir. Afolabi, kurumsal yönetim sisteminde uygulamanın Güney Afrika Ülkesi'nde daha yüksek olduğunu tespit etmiştir.

Şekil 2: Her Bir Ülkedeki Kurumsal Yönetim Endeksinin Uygunluğunun Özeti



Kaynak: Yazarın değerlendirmesi

4.2.5 Bölge Bazında Kurumsal Yönetim Endeksi Uyum

Tablo 4.3, Afrika'nın her bölgesindeki KYE uyumluluğunun özet tanımlayıcı istatistiklerini göstermektedir. Tahmin edildiği gibi, Güney Afrika bölgesinin %67 ile

en yüksek ortalama uyum puanına sahip olduğu ve bunu ortalama %65 ile Doğu Afrika şirketlerinin takip ettiği görülmektedir. Araştırma örnekleminde Nijerya ve Gana'dan oluşan Batı Afrika, ortalama %56 KYE uyumluluğuna sahiptir. Kuzey Afrika, hem örneğimizdeki en düşük şirket sayısına hem de %43 ile en düşük ortalama KYE'e sahiptir. Bu sonuç, Mısır borsasında işlem gören şirketlerdeki kurumsal yönetim uygulamalarının kalitesini ve bunların Mısır gibi yükselen bir pazar bağlamında şirket performansı ve finansal sıkıntı üzerindeki etkisini inceleyen Shahwan'ın (2015) sonucuyla örtüşmektedir. O, ayrıca Mısır şirketlerindeki kurumsal yönetim uygulamalarının nispeten düşük ve ortalamanın altında olduğunu tespit etmiştir.

Tablo 4.3: Bölgesel Kurumsal Yönetim Endeksi Uyumu

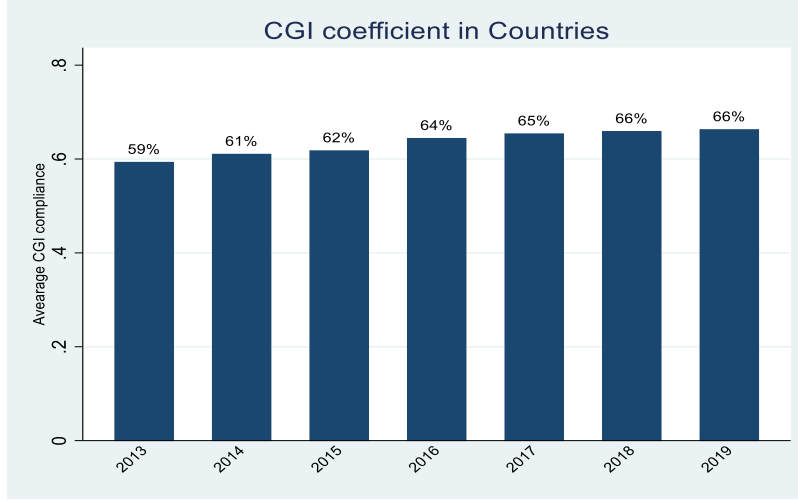
Bölge	Veri sayısı	Ortalama	Std. Sapma	Minimum	Maksimum
<i>KYE</i>					
Doğu Afrika	336	65.6369	0.1537508	8	96
Kuzey Afrika	84	43.88095	0.2304391	10	84
Güney Afrika	504	67.42063	0.1723275	12	96
Bati Afrika	168	56.72619	0.1646106	12	88

Kaynak: Yazarın değerlendirmesi

4.2.6 Yıllara Göre Kurumsal Yönetim Endeksi Uyum

Şekil 3, kurumsal yönetim endeksine uyumu yıl bazında özetlemektedir. 2013 yılından itibaren kurumsal yönetim tedbirlerine uyumun oranla yüksek olmasına rağmen, yıllar geçtikçe uyumun daha da arttığı rahatlıkla görülmektedir. 2013 yılında Afrika'da kurumsal yönetim önlemlerinin ortalama uyumu %59 iken, 2019 yılına kadar ortalama kurumsal yönetim endeksin uyumluluğu neredeyse %66'ya yükselmiştir. Bu sonuç şu görüşü daha da desteklemektedir: iyi kurumsal yönetimin uygulanması zaman ihtiyacı gerekmektedir (Nicolo, Laeven ve Ueda, 2008). Dolayısıyla, kurumsal yönetim uyumu, ani veya hızlı bir süreç olmaktan ziyade kademeli bir süreç kapsamaktadır.

Şekil 3: Yıllık Kurumsal Yönetim Endeksi Uyumu



Kaynak: Yazarın değerlendirmesi

4.3 KURUMSAL YÖNETİM ENDEKSİ İLE ALT ENDEKSLERİ ARASINDAKİ İLİŞKİ

Tablo 4.4, kurumsal yönetim endeksi ile alt endeksleri arasındaki Pearson korelasyon matrisini göstermektedir. Tablo, kurumsal yönetim endeksi ile tüm alt endeksleri arasında %1 önem düzeyinde pozitif ve anlamlı korelasyonlar olduğunu göstermektedir.

Tablo 4.4: Kurumsal Yönetim Endeksi ile Alt Endeksleri Arasındaki Korelasyon Matrisi

Açıklama	CGI	BODSI	BCSI	SHDI	DISI
Kurumsal Yönetim Endeksi	1.0000				
Yönetim Kurulu Alt Endeksi	0.8996***	1.0000			
Yönetim Kurulu Komiteleri Alt Endeksi	0.8903***	0.6974***	1.0000		
Pay Sahipleri Haklarının Alt Endeksi	0.6631***	0.4911***	0.4323***	1.0000	
Açıklama Alt Endeksi	0.7601***	0.6988***	0.5424***	0.4276***	1.0000

*** 0.001 düzeyinde anlamlıdır.

Kurumsal yönetim endeksi alt endekslerin toplamı olduğu için bu beklenen bir durumdur, dolayısıyla Afrika'da bir alt endekste yüksek puan alan şirketlerin diğer alt endekslerde de yüksek uyum gösterme olasılığı daha yüksektir. Bu bulgu, Munisi ve Randoy (2013)'un kurumsal yönetim endeksi ile tüm alt endeksleri arasında, Sahra altı Afrika şirketlerin %1 önem düzeyinde pozitif ve anlamlı korelasyonlar olduğunu tespit etmesi sonucu ile örtüşmektedir.

4.4 PANEL REGRESYON SONUÇLARI

Kurumsal yönetimin iyi bir uygulamasının, performans artışı, büyüme gerçekleştirilmesi, potansiyel yerli ve yabancı yatırımcıları çekme ve elde tutma, risk yönetimini geliştirme ve bir piyasada mali kriz riskini azaltma sonuçlandırmaktadır. Bununla birlikte, iyi kurumsal yönetim uygulamasından, yatırımcıları servet oluşturmaya teşvik etmesi, dolandırıcılığı azaltması ve sonuç olarak sermaye maliyetini düşürmesi, yönetsel küçültmeyi kısıtlaması, şirketin riskini düşürmesi, azınlık hissedarlarını koruması, borsa likiditesini iyileştirmesi ve bir şirket ile paydaşı arasında iyi bir ilişkiyi geliştirmesi gibi sonuçlar beklenmektedir (Dönker ve Zahir, 2008; Claessens ve Yurtoğlu, 2013). Bu, ancak bir ülkenin kurumsal yönetim çerçevesinde iyi bir şeffaflık ve hesap verebilirlik olduğunda başarılabilir (Lincoln ve Adedoyin, 2012). Bu bölümde tüm bağımsız değişkenlerin etkisi; ilişkin kurumsal yönetim endeksi ve alt endeksleri, bağımlı değişkenlere yani ROA ve ROE olarak ölçülen şirketlerin finansal performansı arasındaki etkisi belirlenmektedir.

Ancak, tam analizlere başlamadan önce, Afrika'daki en büyük dört Ortak Hukuk piyasasındaki etkiye bir göz atarak KYE'in Afrika'nın Ortak Hukuk ülkelerindeki şirketlerin finansal performansını nasıl etkilediği hakkında genel bir ön fikre sahip olalım. Güney Afrika Ülkesi, Afrika'daki en büyük borsaya sahiptir; Batı Afrika'daki Nijerya, Afrika'daki en büyük ikinci borsaya sahipken, üçüncü en büyük borsa Afrika'nın kuzeyindeki Mısır olmaktadır. Kenya'nın Nairobi Menkul Kıymetler Borsası ise Doğu Afrika'daki en büyük borsadır.

Bu ülkelerin verilerini analiz etmek, bizde “en gelişmiş” Afrika Ortak Hukuk piyasalarında iyi kurumsal yönetim ve finansal performans arasındaki ilişki hakkında temel bir fikir oluşturacaktır.

Tablo 4.5, model (1) ve model (2)'den elde edilen regresyon analizlerinin bulguları göstermektedir. Regresyon, “Robust” komutu kullanılarak gerçekleştirilmiştir. Bu komut, değişen varyans ve çoklu doğrusallık sorunlarını otomatik olarak ortadan kaldırmaktadır. Tablo, Afrika'nın dört farklı bölgesinde yer alan dört ülkenin sonuçlarını göstermektedir. İki modelin F-istatistik değerleri %1 düzeyinde anlamlı olup, her ülkedeki gözlem sayısı ise 84'tür.

Tablo 4.5: Afrika'nın En Büyük Ortak Hukuk Piyasalarında KYE ve Finansal Performans Arasındaki İlişki

DĞK.	Mısır		Kenya		Nijerya		G A Ülkesi	
	ROA	ROE	ROA	ROE	ROA	ROE	ROA	ROE
CGI	0.1702 (1.28)	0.3380** (2.16)	-1.0676 (-1.51)	-1.9031** (-2.38)	0.9411*** (4.63)	1.158*** (5.72)	0.1147* (1.73)	0.1263 (0.86)
CIR	0.0668 (1.19)	0.3372*** (3.00)	-0.8567** (-2.07)	-1.2703** (-2.15)	0.5178** (2.53)	0.2492 (1.00)	0.0344* (1.68)	0.0509 (0.83)
AGE	-0.0823 (-1.29)	-0.2105** (-2.19)	-0.2296 (-0.54)	-0.0912 (-0.18)	-0.0167 (-0.08)	0.0898 (0.38)	-0.025*** (-3.08)	-0.101*** (-4.70)
SIZE	-0.0549 (-1.00)	-0.0540 (-0.95)	0.1345 (0.60)	0.2178 (0.75)	-0.3347 (-1.18)	-0.1270 (-0.32)	0.0455 (1.17)	0.400 (1.12)
LEV	-0.0549 (-1.00)	0.1002*** (2.83)	-0.2577* (-1.95)	-0.0106 (-0.06)	-0.319*** (-4.39)	-0.0633 (-0.57)	-0.029*** (-3.08)	-0.100** (-2.95)
ADR	-0.0549 (-1.00)	-0.1003 (-0.93)	-1.982*** (-5.35)	-1.637*** (-3.88)	0	0	-0.0572 (-1.53)	-0.0749 (-1.34)
Veriler	84	84	84	84	84	84	84	84
R ²	0.1385	0.2360	0.2100	0.2732	0.5817	0.3375	0.1808	0.2303
F İstat	1.440	6.400	10.010	18.040	15.080	14.110	2.700	4.870

Kaynak: Yazarın değerlendirmesi

***0.001 düzeyinde anlamlıdır.

** 0.05 düzeyinde anlamlıdır.

* 0.10 düzeyinde anlamlıdır.

Tablo, Mısır'da kurumsal yönetim endeksinin pozitif olduğunu ve ROE ile %5 anlamlılık düzeyinde önemli ölçüde ilişkili olduğunu göstermektedir. Bulgular ayrıca, kontrol değişkenleri arasında sermaye yoğunluğu oranının pozitif olduğunu ve ROE ile %1 anlamlılık düzeyinde anlamlı şekilde ilişkili olduğunu göstermektedir. Bu, Mısır'ın bankacılık sektöründeki şirketlerin kurumsal yönetim ve finansal performansları arasındaki ilişkinin incelendiği Hafez'in (2015) sonucuyla örtüşmektedir. Hafez (2015)

ayrıca kurumsal yönetimin hem ROA hem de ROE ile ölçülen şirketlerin finansal performansı ile pozitif ve anlamlı bir şekilde ilişkili olduğunu tespit etmiştir.

Tablo, aynı zamanda Kenya örneğinde kurumsal yönetimin şirketlerin finansal performansı ile olumsuz bir ilişkisinin bulunduğunu da göstermektedir. Bu, bizim bulmayı amaçladığımızın tam tersidir, ancak analizler için kapsamlı ölçümler kullanıldığında bazı kurumsal yönetim önlemlerinin Kenya'daki şirketlerin finansal performansı ile negatif ilişkili olduğunu bulan Lillian'ın (2010) sonucuyla örtüşmektedir. Kyereboah-coleman'ın (2007), Kenya ve diğer "önemli" Ortak Hukuk ülkelerinde, sektöre ve ülkeye özgü faktörlerin, ülkelerdeki kurumsal yönetim önlemlerinin başarısı üzerinde büyük bir etkiye sahip olduğunu savunması sebebiyle bu elde adığımız sonuç, Doğu Afrika bölgesindeki diğer ülkeleri temsil etmemektedir.

Nijerya ile ilgili tablodaki bulgular çarpıcı bulgular sunmaktadır; Tablo, hem ROA hem de ROE kullanan Nijerya'daki şirketlerin kurumsal yönetim ile finansal performansı arasında %1 anlamlılık düzeyinde pozitif ve anlamlı bir ilişki olduğunu göstermektedir. Ek olarak, sermaye yoğunluğu oranı da pozitif ve finansal performansla önemli ölçüde ilişkilidir. Kaldıraç ise negatiftir ve Nijerya'daki şirketlerin finansal performansı ile anlamlı derecede ilişkilidir. Bu sonuç, Adekunle ve Aghedo'nun (2014), Ademola ve diğerlerinin (2016), Emmanuel ve diğerlerinin (2017), Ibrahim ve Abdullahi'nin çalışmaları (2019) dahil olmak üzere Nijerya'da yapılan birçok çalışmanın bulguları ile örtüşmektedir.

Güney Afrika Ülkesi şirketlerinin sonuçları da kurumsal yönetimin olumlu olduğunu ve ROA ile %10 anlamlı düzeyde ilişkili olduğunu göstermektedir. Ayrıca, şirketlerin yaşı ve kaldıraç oranında, kurumsal yönetim ile finansal performans arasında %1 anlamlı düzeyde negatif ilişki olduğu tespit edilmiştir. Bulgular, tümü Güney Afrika Ülkesi'nde yürütülen Ntim (2013), Ngwenya (2016) ve Tsipa ve diğerlerinin (2018) sonuçlarıyla uyumludur.

Genel olarak, tablodan elde edilen sonuçlar, Afrika'nın en büyük Ortak Hukuk piyasalarındaki kurumsal yönetimin, ülkelerdeki şirketlerin finansal performansı ile olumlu ve anlamlı ilişkili olduğunu göstermektedir. Bu sonucun ardından şimdi on üç

(13) Ortak hukuk Afrika ülkesinin kurumsal yönetim ve finansal performansını yansıtan tam verilerin analizlerinden elde edilen sonuçlara üzerinde odaklanmaktadır.

4.4.1 Kurumsal Yönetimin Finansal Performansa Etkisi

Tablo 4.6, kurumsal yönetim endeksinin şirketin finansal performans ölçütleri üzerindeki etkisine ilişkin katsayıları gösteren ana analizi temsil etmektedir. Daha önce de belirtildiği gibi, birçok şirkete özgü değişkenler hem kurumsal yönetim hem de finansal performans ölçütleri ile ilişkilendirilebilir. Bu nedenle, dışlanmış değişken yanlılığını mümkün olduğunca sınırlaması için analizde geniş bir dizi kontrol değişkeni dahil edilmiştir. Regresyon tablosu, kurumsal yönetimin Aktif Karlılığı (ROA) ve Özkaynak Karlılığına (ROE) ilişkin finansal performans ölçümleri üzerindeki etkisini araştıran panel veri regresyon analizini göstermektedir. Tabloda bağımlı değişkenler olarak ROA ve ROE, bağımsız değişken olarak KYE, kontrol değişkenleri ise sermaye yoğunluğu oranı, şirket büyüklüğü, şirket yaşı, kaldıraç ve İkincil borsada işlem görme kullanılmaktadır.

Tablo 4.6, model (1) ve model (2)'den elde edilen regresyon analizlerinin bulgularını göstermektedir. Regresyon, STATA 16'daki "Robust" komutu kullanılarak gerçekleştirilmiştir. Bu komut, değişen varyans ve çoklu doğrusallık sorunu otomatik olarak ortadan kaldırmaktadır. Bu nedenle, daha sonra da değişen varyans ve çoklu doğrusallık kontrolüne gerek kalmamaktadır. İki modelin F değerleri %1 düzeyinde anlamlı olup modellerin spesifikasyon yanlılığından etkilenmediğini göstermektedir (Ranti, 2011). Ayrıca, ROE modelinden (model 2), R^2 , ROE'deki değişimin %85'inden fazlasının bağımsız değişken tarafından açıklandığını göstermektedir. Öte yandan birinci modelde R^2 %7'dir, bu modelde sorun olup olmadığını anlamına gelmez çünkü sosyal bilimlerde ve tıpta başta olmak üzere bazı insan davranış alakalı alanlarda, insan davranışı ile uğraşıldığı gerçeğinden dolayı R^2 değerlerinin düşük olması gayet normaldir çünkü insan davranışlarını tahmin etmesi zordur. Bazı durumlarda %4 R^2 bile kabul edilebilir (Martin, 2012); bunun nedeni ise sosyal bilimlerde iyi bir modelle düşük bir R^2 'ye veya verilere uymayan bir modelle yüksek bir R^2 'ye sahip olunabilmesidir hatta böyle durumlar sahte regresyon olan '*spurious regression*' olarak da bilinir. Açıklayıcı faktörlere bakıldığında, bulgular, model (1)'in şirket finansal

performans göstergeleri, yani ROA ile Afrika'daki kurumsal yönetim endeksimiz arasında %10 önem düzeyinde anlamlı bir pozitif ilişki olduğunu göstermektedir.

Tablo 4.6: Kurumsal Yönetim Endeksi ile Şirketlerin Finansal Performansı Arasındaki İlişki

Değişkenler	ROA	ROE
Kurumsal Yönetim Endeksi (CGI)	0.1611*	0.0170
	(1.79)	(0.08)
Sermaye Yoğunluğu Oranı (CIR)	-0.0590	-0.3221*
	(-0.39)	(-1.84)
Şirket Yaşı (AGE)	0.0812	0.1613
	(0.75)	(0.72)
Şirket Büyüklüğü (SIZE)	0.1216	0.0593
	(1.14)	(0.81)
Kaldıraç (LEV)	-0.0002	-0.2459***
	(-0.90)	(-6.16)
İkincil Borsada İşlem Görme (ADR)	-0.2443	-0.0810
	(-1.29)	(-0.85)
Verilerin sayısı	1092	1092
R ²	0.0170	0.8562
F-İstatistiği	17.070	12.860

Kaynak: Yazarın değerlendirmesi

***0.001 düzeyinde anlamlıdır.

** 0.05 düzeyinde anlamlıdır.

* 0.10 düzeyinde anlamlıdır.

Bu bulguları, İbrahim ve Abdullahi'nin (2019) sonucu ile örtüşmektedir. Ayrıca bulgular, kontrol değişkeni Sermaye Yoğunluğu Oranı (CIR) ile ROE arasında %10 anlamlılık düzeyinde anlamlı bir negatif ilişki olduğunu da göstermektedir. Kaldıraç (LEV) ve ROE arasında da %1 anlamlılık düzeyinde anlamlı bir negatif ilişki vardır. Bu

durum, kaldıraç düzeyi düşük olan şirketlerin, yüksek kaldıraçlı şirketlere göre daha yüksek finansal performansa sahip olduğunu göstermektedir.

4.4.2 Kurumsal Yönetimde Gönüllü Uyumun Finansal Performansa Etkisi

Afrika'da kurumsal yönetim önerileri gönüllü uyumun daha yüksek finansal performansı etkileyip etkilemediğini bulmak için, finansal olmayan sektörde yer alan şirketlerin kurumsal yönetim endeksi uyumunun finansal performans ölçütleri üzerindeki etkisini analiz ettik. Bunun nedeni, Afrika'daki kurumsal yönetim en iyi uygulamalarına ilişkin önerilerin yalnızca bankalar ve diğer finansal kurumlar için zorunlu olmasıdır. Dolayısıyla, diğer sektörlerdeki şirketler önerileri uygulamaya teşvik edilmektedir, fakat bu zorunlu kılmamaktadır.

Tablo 4.7, finansal sektör dışındaki tüm sektörlerde kurumsal yönetim endeksi ile şirketlerin finansal performansları arasındaki ilişkiyi göstermektedir. İki modelin F değerleri %1 düzeyinde anlamlıdır. Bunun yanı sıra, ROE modelinden (model 2), R^2 , ROE'deki değişimin %85'inden fazlasının bağımsız değişken tarafından açıklandığını göstermektedir. Tablo, model (1)'in şirket finansal performans göstergeleri, yani ROA ile Afrika'daki kurumsal yönetim endeksi arasında %5 anlamlılık düzeyinde anlamlı bir pozitif ilişki olduğunu göstermektedir. Bu bulguları, tablo 4.6'te gösterilen bulguları tamamlamaktadır. Bulgular, ayrıca kontrol değişkeni Sermaye Yoğunluğu Oranı (CIR) ile ROE arasında %10 anlamlılık düzeyinde önemli bir negatif ilişki olduğunu da göstermektedir. Bu, gelirlerinin bir kısmı olarak daha fazla sabit sermayeye sahip olan şirketlerin daha düşük finansal performansa sahip olduğunu göstermektedir. Daha fazla sabit sermayeye sahip şirketlerin daha az maddi olmayan sermayeye sahip olmasının daha az sonuç vermekte, bunun nedeni ise maddi olmayan sermayenin finansal performans üzerinde olumlu bir etkisi olması beklenmektedir (Black ve diğerleri, 2005). Kaldıraç (LEV) ve ROE arasında da %1 anlamlılık düzeyinde anlamlı bir negatif ilişki mevcuttur. İkincil borsada işlem görenin (ADR) de ROE ile %5 anlamlılık düzeyinde pozitif ve anlamlı bir ilişkisi olduğu tespit edilmiştir. Bu, Doidge ve diğerlerinin araştırmalarından elde edilen (2007) ABD pazarlarında ikincil kote olan şirketlerin yalnızca bir pazarda kote olanlardan daha yüksek değere sahip olması sonucuyla örtüşmektedir.

Tablo 4.7: Kurumsal Yönetim Endeksi ile Finansal Olmayan Şirketlerin Performansı Arasındaki İlişki

Değişkenler	ROA	ROE
Kurumsal Yönetim Endeksi (CGI)	0.1698** (1.92)	0.0261 (0.10)
Sermaye Yoğunluğu Oranı (CIR)	-0.1147 (-0.61)	-0.4220* (-1.63)
Şirket Yaşı (AGE)	0.1132 (0.72)	0.1892 (0.76)
Şirket Büyüklüğü (SIZE)	0.1691 (1.29)	0.0942 (1.05)
Kaldıraç (LEV)	-0.0001 (-0.56)	-0.2459*** (-6.16)
İkincil Borsada İşlem Görme (ADR)	-0.2972 (-1.33)	0.2340** (2.09)
Verilerin sayısı	924	924
R ²	0.0229	0.8564
F-İstatistiği	10.260	12.840

Kaynak: Yazarın değerlendirmesi

***0.001 düzeyinde anlamlıdır.

** 0.05 düzeyinde anlamlıdır.

* 0.10 düzeyinde anlamlıdır.

Bu bulgular, birden fazla piyasada işlem gören şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerine ve düzenlemelerine daha açık olmaları ve dolayısıyla daha yüksek bir finansal performansa sahip olmaları gerçeğini daha da tamamlamaktadır.

Tablo 4.8, model (3) ve (4)'ün alt endekslerinin regresyonlarını göstermektedir. Tablo 4.7 kurumsal yönetim endeksinin finansal performans göstergesi ROA ile olumlu ve

Tablo 4.8: Kurumsal Yönetim Alt Endeksleri ile Finansal Olmayan Şirketlerin Performansı Arasındaki İlişki

Değişkenler/ Alt Endeksler	Yönetim Kurulu	Kurulun Komiteleri	Hissedarler Hakları	Açıklama
<i>A Paneli: Bağımlı Değişken (ROA)</i>				
Alt Endeksin Katsayıları	0.8629**	-0.4248	-0.1146	-0.1071
	(2.09)	(-1.20)	(-0.43)	(-0.22)
Sermaye Yoğunluğu Oranı	-0.4896*	-0.4897*	-0.4895*	-0.4934*
	(-1.61)	(-1.63)	(-1.63)	(-1.63)
Şirket Yaşı	0.1174	0.0888	0.1136	0.0990
	(0.65)	(0.49)	(0.62)	(0.55)
Şirket Büyüklüğü	-0.0649	-0.0462	-0.0634	-0.0617
	(-1.04)	(-0.75)	(-0.99)	(-0.99)
Kaldıraç	-0.0838***	-0.0837***	-0.0848***	-0.0855***
	(-2.67)	(-2.63)	(-2.70)	(-2.67)
İkincil Borsada işlem Görme (ADR)	0.0095	0.0100	0.0291	0.0222
	(0.09)	(0.10)	(0.28)	(0.21)
Verilerin sayısı	723	723	723	723
R ²	0.048	0.044	0.043	0.043
F-İstatistiği	2.810	2.660	2.270	2.250
<i>B Paneli: Bağımlı Değişken (ROE)</i>				
Alt Endeksin Katsayıları	0.8121*	-0.2298	-0.0229	-0.6908
	(1.85)	(-0.63)	(-0.08)	(-1.31)
Sermaye Yoğunluğu Oranı	-0.6785**	-0.6782**	-0.6788**	-0.6913**
	(-2.20)	(-2.22)	(-2.22)	(-2.22)

Şirket Yaşı	0.0809	0.0493	0.0580	0.0455
	(0.39)	(0.27)	(0.32)	(0.26)
Şirket Büyüklüğü	0.0227	0.355	0.0277	0.0103
	(0.36)	(0.56)	(0.43)	(0.26)
Kaldıraç	-0.0937***	-0.0935***	0.0929***	-0.0896***
	(-3.76)	(-3.60)	(-3.64)	(-3.67)
İkincil Borsada işlem Görme (ADR)	0.2204**	0.2261**	0.2352**	0.2262**
	(1.97)	(2.02)	(2.12)	(2.03)
Verilerin sayısı	716	716	716	716
R ²	0.079	0.075	0.075	0.078
F-İstatistiği	5.480	4.730	4.980	5.070

Kaynak: Yazarın değerlendirmesi

***0.001 düzeyinde anlamlıdır.

** 0.05 düzeyinde anlamlıdır.

* 0.10 düzeyinde anlamlıdır

anlamli bir etkiye sahip olduğunu gösterirken, tablo 4.8 finansal performans üzerindeki olumlu ve anlamlı etkiyi hangi alt endekslerin açıkladığını göstermektedir. Hem A hem de B Panelin sonuçlarının, CGI ile finansal performans göstergeleri arasındaki pozitif anlamlı ilişkinin sadece yönetim kurulu alt endeksi tarafından açıklandığını gösterdiği görülmektedir. Tablo 4.7'nin genel sonucu sadece kurumsal yönetim endeksi ile ROA arasındaki anlamlı ilişkiyi gösterirken, bu tablonun kırılım sonucu, Yönetim Kurulu alt endeksinin hem %5 anlamlılık düzeyinde ROA hem de %10 anlamlılık düzeyinde ROE ile pozitif ve anlamlı bir ilişkiye sahip olduğunu göstermektedir. Bununla birlikte, Sermaye Yoğunluğu Oranı (CIR), kaldıraç (LEV) ve ikincil borsada işlem görme (ADR), tüm alt endeksler altında anlamlı sonuçları varmıştır.

Tablo 4.9, kurumsal yönetim endeksi ile şirketlerin finansal performansları arasındaki ilişkinin sektörler bazında ayrıntılı bir dökümünü göstermektedir. Tablo, kurumsal yönetim endeksinin önemli olduğunu ve Sağlık sektöründe yalnızca ROE ile %1 önem düzeyinde pozitif ilişkili olduğunu göstermektedir. Bulgular ayrıca İmalat sektörünün

Tablo 4.9: Sektöre Göre ROA ile Bağımlı Değişken Arasındaki İlişki

Sektör	CGI	CIR	AGE	SIZE	LEV	ADR	R ²	F İst
TRM	-0.1597 (-1.35)	-0.0771 (-1.90)	0.0951 (1.45)	0.0244 (1.05)	-0.0002*** (-3.42)	0.0580* (1.67)	0.0962	38.2
İLŞ	0.0754 (0.64)	0.2798*** (4.83)	0.0322 (0.72)	0.0366 (1.00)	-0.0287** (-1.88)	0.0030 (0.09)	0.3074	7.03
İNŞ	0.0538 (1.06)	-0.0612 (-1.49)	-0.0459 (-0.59)	-0.0753 (-1.30)	-0.0893*** (-5.43)	0.0594 (0.92)	0.1325	5.66
ENJ	-0.4930 (-0.39)	-0.4206 (-0.70)	-1.5917*** (-4.47)	-0.5140*** (-2.77)	-0.1284 (-0.36)	-0.7431*** (-3.30)	0.4235	9.37
SĞL	2.3299*** (3.64)	-0.9238* (-1.72)	0.6660 (1.33)	-0.4967 (-1.53)	-0.1366 (-1.16)	2.3007 (1.63)	0.3643	4.76
İML	0.8048* (1.65)	-0.3917 (-0.59)	2.2692*** (3.88)	0.3172*** (3.18)	-0.5313*** (-4.69)	-0.4185** (-2.09)	0.2458	8.69
MAD	-0.1151 (-0.08)	-2.1501** (-2.34)	0.3749 (0.90)	0.1431 (0.87)	-0.4070 (-0.58)	-0.3360 (-0.62)	0.3104	3.82
PRD	-0.0078 (0.00)	0.9790 (1.12)	1.4493 (1.37)	0.6185 (1.62)	0.0253 (0.63)	-0.7525* (-1.88)	0.1494	1.76
HZT	-1.1448 (-1.43)	1.5025*** (2.94)	-2.3783*** (-5.43)	-0.3233** (-2.46)	-0.2220*** (-10.19)	1.8522*** (6.26)	0.8405	167.8
TUR	0.1546 (0.20)	-0.5609 (-0.56)	-2.9454** (-2.26)	-0.9576*** (-3.43)	-0.3714 (-0.65)	0	0.3288	6.22
ULŞ	2.6889** (2.25)	-1.4106*** (-8.07)	-0.0111 (-0.02)	-0.8856 (-0.56)	0.0435 (1.07)	-0.9592* (-1.88)	0.5542	32.19

Kaynak: Yazarın değerlendirmesi

***0.001 düzeyinde anlamlıdır.

** 0.05 düzeyinde anlamlıdır.

* 0.10 düzeyinde anlamlıdır

ve Ulaşma sektörünün finansal performansla sırasıyla %10 ve %5 önem seviyelerinde pozitif ve anlamlı bir ilişkiye sahip olduğunu göstermektedir. Bu bulguları, İbrahim ve Abdullahi'nin (2019) sonucuyla örtüşmektedir; Swai (2016), Tshipa ve diğerleri (2018) de kurumsal yönetim ile şirket performansı arasındaki ilişkinin sektörden sektöre değişiklik gösterdiğini tespit etmişlerdir.

4.4.3 Kurumsal Yönetimin Finansal Şirketlerin Finansal Performansına Etkisi

Tablo 4.10, kurumsal yönetim endeksi ile finans sektöründeki şirketlerin finansal performansları arasındaki ilişkiyi göstermektedir. İki modelin F değerleri %1 düzeyinde anlamlıdır. ROA modelinin R^2 'si, ROA'daki değişimin %35'inden fazlasının bağımsız değişken tarafından açıklandığını göstermektedir. Tablo, ROA ile kurumsal yönetim endeksi arasında %1 anlamlılık düzeyinde anlamlı bir pozitif ilişki olduğunu göstermektedir. Kontrol değişkenlerinden Şirket Büyüklüğünün (SIZE) hem ROA (%1 anlamlılık düzeyi) hem de ROE (%5 anlamlılık düzeyi) finansal performans göstergeleri ile negatif ve anlamlı bir ilişkisi olduğu belirtilmiştir. Bu da şu gerçeği desteklemektedir; genç şirketler yaşam döngülerinin büyüme aşamasındadır, dolayısıyla daha yüksek finansal performansa sahip oldukları için daha fazla maddi olmayan varlığa sahiptirler (Balasubramanian ve diğerleri, 2010). Bulgular ayrıca kontrol değişkeni Sermaye Yoğunluğu Oranı (CIR) ile ROE arasında %10 anlamlılık düzeyinde önemli bir negatif ilişki olduğunu da göstermektedir.

Tablo 4.11, model (3) ve (4)'ün alt endekslerinin regresyonlarını göstermektedir. Bu tablonun amacı, finansal performans üzerindeki olumlu ve anlamlı etkiyi hangi alt endekslerin açıkladığını göstermektir. A Panelin sonuçlarının şunu gösterdiği görülmektedir; KYE ile finansal performans göstergeleri arasındaki pozitif anlamlı ilişki, tüm alt endeksler tarafından açıklanmaktadır. Hem Yönetim Kurulu alt endeksi hem de Hissedar Hakları alt endeksi, ROA ile %1 anlamlılık düzeyinde anlamlı bir ilişkiye sahiptir. Bilgilendirme/ Açıklama alt endeksi, ROA ile %5 önem düzeyinde ve Yönetim Kurulu komiteleri alt Endeksi ile %10 önem düzeyinde pozitif ve anlamlı bir ilişkiye sahiptir. Sermaye Yoğunluğu Oranı (CIR), kaldıraç ve Şirket Büyüklüğü (SIZE) tüm alt endeksler altında anlamlıdır.

Tablo 4.10: Kurumsal Yönetim Endeksi ile Finans Sektörü Şirketlerinin Performansı Arasındaki İlişki

Değişkenler	ROA	ROE
Kurumsal Yönetim Endeksi (CGI)	0.1575*** (2.88)	0.1147 (0.80)
Sermaye Yoğunluğu Oranı (CIR)	-0.0058 (-0.98)	-0.0320*** (-2.74)
Şirket Yaşı (AGE)	0.1343 (0.66)	0.0231 (0.32)
Şirket Büyüklüğü (SIZE)	-0.0509*** (-3.79)	-0.0566** (-2.09)
Kaldıraç (LEV)	0.0026 (0.68)	-0.0074 (-0.38)
İkincil Borsada işlem Görme (ADR)	0.0151 (1.08)	-0.0222 (-0.67)
Verilerin sayısı	115	107
R ²	0.3515	0.0780
F-İstatistiği	3.4900	1.3200

Kaynak: Yazarın değerlendirmesi

***0.001 düzeyinde anlamlıdır.

** 0.05 düzeyinde anlamlıdır.

* 0.10 düzeyinde anlamlıdır

Tablo 4.11: Finansal Şirketler için Alt Endekslerin Regresyonları

Değişkenler/ Alt Endeksler	Yönetim Kurulu	Kurulun Komiteleri	Hissederler Hakları	Açıklama
<i>A Paneli: Bağımlı Değişken (ROA)</i>				
Alt Endeksin Katsayıları	0.1445***	0.0476*	0.0946***	0.0974**

	(2.74)	(1.86)	(3.87)	(2.05)
Sermaye Yoğunluğu Oranı	-0.0043	-0.0051	-0.0100	-0.0044
	(-0.73)	(-0.83)	(-1.54)	(-0.71)
Şirket Yaşı	0.0037	0.0066	0.0262	0.0009
	(0.20)	(0.32)	(1.20)	(0.05)
Şirket Büyüklüğü	-0.0463***	-0.0454***	-0.0503***	-0.0424***
	(-3.75)	(-3.24)	(-3.85)	(-3.30)
Kaldıraç	0.0019	0.0059	0.0010	0.0046
	(0.48)	(1.47)	(0.29)	(1.15)
İkincil Borsada İşlem Görme	0.1061	0.0213	0.0026	0.0182
	(0.74)	(1.54)	(0.18)	(1.24)
Verilerin sayısı	115	115	115	115
R ²	0.3480	0.2778	0.3841	0.2856
F-İstatistiği	3.3700	2.8000	3.6100	2.7400
<i>B Paneli: Bağımlı Değişken (ROE)</i>				
Alt Endeksin Katsayıları	0.1090	0.0527	0.1014	0.0467
	(0.63)	(0.67)	(1.28)	(0.26)
Sermaye Yoğunluğu Oranı	-0.0308***	-0.0314***	-0.0356***	-0.0310***
	(-2.63)	(-2.70)	(-2.85)	(-2.65)
Şirket Yaşı	0.0140	0.0177	0.0355	0.0122
	(0.20)	(0.25)	(0.52)	(0.18)
Şirket Büyüklüğü	-0.0515**	-0.0525**	-0.0575**	-0.0480*
	(-2.02)	(-2.03)	(-2.17)	(-1.90)

Kaldıraç	-0.0074	-0.0044	-0.0097	-0.0049
	(-0.37)	(-0.24)	(-0.50)	(-0.26)
İkincil Borsada işlem Görme (ADR)	-0.0251	-0.0158	-0.0360	-0.0195
	(-0.70)	(-0.54)	(-0.99)	(-0.62)
Verilerin sayısı	115	115	115	115
R ²	0.0738	0.0696	0.0880	0.0670
F-İstatistiği	1.2700	1.2800	1.4200	1.2100

Kaynak: Yazarın değerlendirmesi

***0.001 düzeyinde anlamlıdır.

** 0.05 düzeyinde anlamlıdır.

* 0.10 düzeyinde anlamlıdır

4.5 SAĞLAMLIK KONTROLÜ VE TARTIŞMA

Himmelberg ve diğerleri (1999), analiz sırasında performans ile kurumsal yönetim uygulamaları arasında nedensellik olup olmadığını veya analizden elde edilen sonucun gözlemlenmeyen heterojenlikten etkilenip etkilenmediğini anlamının genellikle sorunlu olduğunu belirtmişlerdir. Gözlenmeyen heterojenlik, analizlere dahil edilmeyen şirkete özgü faktörlerin bir sonucu olabilmektedir (Leal ve Carvalhal-da-Silva, 2005). Mevcut çalışmada, hem örnek seçimi hem de gözlemlenmeyen yanlılığı kontrol etmekteyiz. Leal ve Carvalhal-da-Silva (2005); Klapper ve Love (2004); Black ve diğerleri (2003); Himmelberg (1999) ve diğerlerinin yanı sıra, finansal performanslar panel veri kullanılarak kurumsal yönetim açısından ölçüldüğünde içsellik sorununun ortaya çıkabileceğini savunmaktadırlar. İçsellik, performansın ve daha özel olarak düşük performansın kurumsal yönetim uygulamasında değişikliklere yol açtığı durumlarda ortaya çıkmaktadır. Bu nedenle, iyi kurumsal yönetim uygulamasındaki değişiklik daha iyi performansa neden olabilir ve bu da iki yönlü bir nedensellik sorununa yol açmaktadır (Renders ve diğerleri, 2010). Bir başka içsellik kaynağı, dinamik içsellige atfedilebilir. Bu, eşzamanlılığın, gözlemlenemeyen heterojenliğin ve kurumsal yönetim değişkenlerinin mevcut değerlerinin önceki yıl(lar)ın şirketin finansal performansının bir sonucu olma olasılığının olduğu bir durumdur (Munisi ve Randøy, 2013; Wintoki ve diğerleri, 2012). Dolayısıyla içsellik sorunu olan sonuçların yanlı olma olasılığı

yüksektir ve güvenilir yorumları neredeyse imkansız kılan güvenilmez değerler yaratmaktadır, dolayısıyla sonuca güvenilemez hale getirebilmektedir (Munisi ve Randøy, 2013; Roberts ve Whited, 2011). Bu nedenle daha güvenilir ve sağlam bir sonuç için içsellik kontrol edilmesi gerekmektedir. Bu amaçla, bu çalışmada elde edilen regresyon sonuçları için sağlamlık kontrolleri yapılmıştır.

Analizlerimizin sağlamlığı için, Roodman (2009) tarafından geliştirilen Stata'daki Xtabond2 komutu kullanılarak GMM başvurulmuştur. Araç değişkenler yaklaşımının bulunması ve kullanması yoğun bir iş olabilir; bunun nedeni, kurumsal yönetim için uygun araçların eksik olması ve uygulanmasının zor olmasıdır (Ammann ve diğerleri, 2011). Genelleştirilmiş Moment Yöntemi, özellikle içsellik azaltabilecek araçların bulunmasının sıkıcı hale geldiği durumlarda içsellik problemlerinin ortadan kaldırması için çok etkili bir araçtır (Arellano ve Bond, 1991; Arellano ve Bover, 1995; Blundell ve Bond, 1998). GMM, sabit gözlemlenemeyen heterojenliğin ele alınması için şirkete özel sabit etkileri dahil ederek EKK ve sabit etkiler sonucunu etkin ve güvenilir sonuçlara dönüştürebilir. GMM ayrıca geçmiş yıl(lar)ın performansının mevcut kurumsal yönetim üzerindeki etkisini kontrol etmek için gecikmeli dönem kullanımına izin vermektedir. GMM, şirkete özgü bazı değişkenleri araç değişkenler olarak dahil ederek eşzamanlılığı kontrol etmek için de kullanılabilir (Munisi ve Randøy, 2013; Wintoki ve diğerleri, 2012). Bu nedenle, eşzamanlılık, ters nedensellik ve dinamik içsellik kontrol etmek için araçlar olarak bağımsız ve bağımlı değerlerin T-2 periyodunun gecikmeli seviyelerini kullanmak için Xtabond2 uygulanmıştır. Bu nedenle, tüm açıklayıcı değişkenler içsel (endogenous) olarak ele alınmış ve bunların gecikmesinde T-2 aracı değişken olarak kullanılmıştır. Aynı zamanda, yıl, endüstri ve ülke kuklaları dışsal (exogenous) değişkenler olarak kullanılmıştır. Bunun nedeni, bazı durumlarda her sektörün farklı bir yaşam döngüsü aşamasında olabilmesi ve dolayısıyla şirketin finansal performansını belirleyebilecek farklı bir dizi unsur sunabilmesidir. Bu nedenle bunun kontrol altına alınması gerekmektedir. Öte yandan, yıl kukla değişkenleri, dönemler boyunca makroekonomik etkilerin kontrol edilmesine yardımcı olmaktadır (Leal ve Carvalhal-da-Silva, 2005).

4.5.1 Kurumsal Yönetim ve Finansal Performans Arasındaki İlişki

Tablo 4.12, içsellik kontrol ettikten sonra, tüm sektörlerdeki tüm şirketlerin kurumsal yönetim endeksi ile finansal performansı arasındaki genel ilişkiyi göstermektedir. Hansen aşırı tanımlama testinin P değeri, hem ROA (0,115) hem de ROE modelinde (0,233) kullanılan araç değişkenlerinin iyi olduğunu ve değişkenlerin aşırı tanımlanması olmadan modellere iyi şekilde uyduklarını göstermektedir. Bulgular ayrıca hem ROA(0,242) hem de ROE (0,265) modellerinin hem birinci dereceden seri korelasyonunu hem de ikinci dereceden seri korelasyonunu ortadan kaldırmaktadır. Bulgular, kurumsal yönetim endeksi ile hem ROA ($t = 1.83, p < 0.10$) hem de ROE ($t=2.07, p < 0.05$) arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki olduğunu göstermektedir. Bu bulguları, birkaçını belirtmek gerekirse Klapper ve Love (2004), Munisi ve Randøy (2013), Arora ve Bodhanwala'nın (2018) sonuçları ile örtüşmektedir. Ayrıca, Şirket büyüklüğünün de hem ROA hem de ROE ile %1 anlamlılık düzeyinde negatif ve anlamlı bir ilişkisi olduğu tespit edilmiştir. Bu, genç şirketlerin daha hızlı büyüdüğünü ve dolayısıyla daha yüksek finansal performansa yol açan daha fazla maddi olmayan aktifler sahip olabileceğini göstermektedir (Balasubramanian ve diğerleri, 2010).

Tablo 4.13, örnekleme temsil edilen tüm şirketlerin içsellik kontrolü yapıldıktan sonra kurumsal yönetim alt endeksleri ile finansal performansları arasındaki ilişkiyi göstermektedir. Bu analizin amacı, KYE ile şirketlerin finansal performansı arasındaki pozitif anlamlı ilişkiye atfedilen dört alt endeksten hangisinin olduğunu tespit etmektir. A Panelinde, şirketin finansal performansının ROA ile ölçüldüğündeki ve B Panelinde ROE'nin sunduğu sonuçları sunmaktadır. Açıklama alt endeksinin pozitif olduğu ve %5 anlamlılık düzeyinde hem ROA hem de ROE ile anlamlı düzeyde ilişkili olduğu görülmektedir. Kurulun Komiteleri alt endeksi de pozitif ve hem ROA hem de ROE ile %10 anlamlılık düzeyinde önemli ölçüde ilişkilidir. Ayrıca, yönetim kurulu alt endeksi de pozitif ve ROE ile %5 anlamlılık düzeyinde önemli ölçüde ilişkilidir. Hissedar Hakları alt endeksi pozitif olup hem ROA hem de ROE ile sırasıyla %10 ve %5 oranlarında anlamlı olmaktadır. Bu sonuçlar, tam açıklama ve hissedar haklarının korunması, yönetim kurulu komiteleri ve işlevsel bir yönetim kurulu oluşturulması ile ilgili iyi kurumsal yönetim önlemlerinin ve uygulamalarının benimsenmesinin, Afrika'daki şirketlerin finansal performansını iyileştirmede büyük önem taşınmaktadır.

Tablo 4.12: Kurumsal Yönetim Endeksi ile Şirket Performansı Arasındaki İlişki

Değişkenleri	ROA	ROE
Kurumsal Yönetim Endeksi	1.3634*	1.3876**
	(1.83)	(2.07)
Sermaye Yoğunluğu Oranı	-0.3343	-0.3945*
	(-1.40)	(-1.89)
Şirket Yaşı	-0.1615	2.7559
	(-0.05)	(0.91)
Şirket Büyüklüğü	-0.7795***	-0.6973***
	(-3.45)	(-2.61)
Kaldıraç	-0.1500	0.1379
	(-1.35)	(1.53)
ROA _{t-1}	0.1921	
	(1,24)	
ROE _{t-1}		0.0278
		(0.20)
AR (1) test (p-değeri)	0.022	0.095
AR (2) test (p-değeri)	0.242	0.265
Hansen aşırı tanımlama testi (p-değeri)	0.115	0.233
Veriler sayısı	413	411

Kaynak: Yazarın değerlendirmesi

Fark (Difference) GMM'yi kullanan dinamik panel veri tahminlerinin sonucu, parantez içinde t istatistikleriyle birlikte açıklanmıştır. Açıklayıcı değişkenler, araç olarak t-2 döneminden geriye kalan tüm gecikmelerin kullanılmasıyla içsel olarak ele alınmıştır. Dışsal değişkenler olarak ülke, endüstri ve yıl kuklaları kullanılmıştır. Enstrüman çoğalmasını sınırlamak için Stata seçeneğinde bir "collapse" (kolaps/çöküş) ve tek adımlı sağlam standart hatalar kullanılmıştır. AR (1) ve AR (2), seri korelasyonun olmadığı sıfır hipotezi altında birinci farklılaştırılmış artık değerlerde birinci dereceden ve ikinci dereceden seri korelasyon testleridir. Hansen aşırı özdeşleşme testi, tüm araçların geçerli olduğu sıfır hipotezi altında gerçekleştirilmektedir.

***0.01 düzeyinde anlamlı

** 0.05 düzeyinde anlamlı

* 0.10 seviyesinde anlamlı

Tablo 4.13: Kurumsal Yönetim Alt Endeksleri ile Şirket Performansı Arasındaki İlişki

Değişkenler/ Alt Endeksler	Yönetim Kurulu	Kurulun Komiteleri	Hissedarler Hakları	Açıklama
<i>A Paneli: Bağımlı Değişken (ROA)</i>				
Alt Endeksin Katsayıları	0.3670 (0.75)	0.5279* (1.75)	0.8525* (1.63)	1.7849** (2.39)
Sermaye Yoğunluğu Oranı	-0.3254 (-1.42)	-0.3220 (-1.38)	-0.2991 (-1.32)	0.3441 (-1.43)
Şirket Yaşı	0.0059 (0.00)	0.6129 (0.02)	-1.2795 (-0.40)	0.1296 (0.04)
Şirket Büyüklüğü	-0.7740*** (-3.47)	-0.9708** (-2.45)	-0.7540*** (-3.37)	-0.7773*** (-3.51)
Kaldıraç	-0.1463 (-1.36)	-0.113*** (-3.07)	-0.1568 (-1.41)	-0.1444 (-1.31)
ROA _{t-1}	0.1433 (0.92)	0.1792 (1.17)	0.1019 (0.75)	0.2073 (1.31)
Veri sayısı	413	256	413	413
AR (1) test (p-değeri)	0.035	0.036	0.041	0.019
AR (2) test (p-değeri)	0.221	0.411	0.110	0.258
Hansen aşırı tanımlama testi (p-değeri)	0.276	0.242	0.125	0.199
<i>B Paneli: Bağımlı Değişken (ROE)</i>				
Alt Endeksin Katsayıları	1.388** (2.07)	0.8503* (1.87)	1.1396** (2.39)	1.5272** (2.30)
Sermaye Yoğunluğu Oranı	-0.3945* (-1.89)	-0.3942* (-1.91)	-0.3836* (-1.86)	-0.3922* (-1.91)
Şirket Yaşı	2.7559 (0.91)	3.0152 (1.00)	1.3775 (0.43)	3.1830 (1.04)
Şirket Büyüklüğü	-0.6973***	-0.7068***	-0.6606**	-0.6866**

	(-2.61)	(-2.72)	(-2.45)	(-2.56)
Kaldıraç	0.1379	0.1343	0.1492*	0.1489*
	(1.53)	(1.49)	(1.74)	(1.73)
ROE _{t-1}	0.0278	0.0142	-0.0073	0.0180
	(0.20)	(0.11)	(-0.05)	(0.13)
Veri sayısı	411	411	411	411
AR (1) test (p-değeri)	0.095	0.090	0.122	0.102
AR (2) test (p-değeri)	0.265	0.294	0.121	0.276
Hansen aşırı tanımlama testi (p-değeri)	0.233	0.241	0.156	0.360

Kaynak: Yazarın değerlendirmesi

Fark (Difference) GMM'yi kullanan dinamik panel veri tahminlerinin sonucu, parantez içinde t istatistikleriyle birlikte açıklanmıştır. Açıklayıcı değişkenler, araç olarak t-2 döneminden geriye kalan tüm gecikmelerin kullanılmasıyla içsel olarak ele alınmıştır. Dışsal değişkenler olarak ülke, endüstri ve yıl kuklaları kullanılmıştır. Enstrüman çoğalmasını sınırlamak için Stata seçeneğinde bir "collapse" (kolaps/çöküş) ve tek adımlı sağlam standart hatalar kullanılmıştır. AR (1) ve AR (2), seri korelasyonun olmadığı sıfır hipotezi altında birinci farklılaştırılmış artık değerlerde birinci dereceden ve ikinci dereceden seri korelasyon testleridir. Hansen aşırı özdeşleşme testi, tüm araçların geçerli olduğu sıfır hipotezi altında gerçekleştirilmektedir.

***0.01 düzeyinde anlamlı

** 0.05 düzeyinde anlamlı

* 0.10 seviyesinde anlamlı

4.5.2 Kurumsal Yönetime Gönüllü Uyum ile Finansal Performans Arasındaki İlişki

Tablo 4.14, içsellik sorusunu kontrolü yapıldıktan sonra, finans sektörü dışındaki tüm sektörlerden tüm şirketlerin kurumsal yönetim endeksi ile finansal performansı arasındaki ilişkiyi içermektedir. Hansen aşırı tanımlama testinin P değeri, hem ROA (0,145) hem de ROE modelinde (0,421) kullanılan araç değişkenlerinin iyi olduğunu ve değişkenlerin aşırı tanımlanması olmadan modellere uyduklarını göstermektedir. Burgular ayrıca hem ROA (0,203) hem de ROE (0,353) modellerinin hem birinci dereceden hem de ikinci dereceden seri korelasyonunu ortadan kaldırmaktadır. Burgular, kurumsal yönetim endeksi ile hem ROA (t = 2.18, p < 0.05) hem de ROE (t=2.27, p< 0.05) arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki olduğunu göstermektedir. Ayrıca, Şirket büyüklüğünün hem ROA hem de ROE ile sırasıyla %1 anlamlılık düzeyinde ve %5 anlamlılık düzeyinde negatif ve anlamlı bir ilişkisi olduğu tespit edilmiştir.

Tablo 4.15, örnekleme temsil edilen finansal olmayan şirketlerin kurumsal yönetim alt endeksleri ile içsellik kontrolü yapıldıktan sonra finansal performansları arasındaki ilişkiyi göstermektedir. Bu analizin amacı, KYE ile bu sektörlerdeki şirketlerin finansal performansı arasındaki pozitif anlamlı ilişkiye atfedilen dört alt endeksten hangisinin olduğunun tespit edilmesidir. Bu, bir şirket gönüllü olarak kurumsal yönetim düzenlemelerini ve tavsiyelerini kabul ettiğinde, daha yüksek finansal performans sağlamak için alt endekslerden hangilerinin önemli olduğunu gösterecektir. A Panelinde, şirketin finansal performansının ROA ile ölçüldüğündeki ve B Panelinde ROE'nin sunduğu sonuçları sunmaktadır. Sonuç, yalnızca Açıklama ve Hissedar Hakları alt endekslerinin hem ROA hem de ROE ile pozitif ve anlamlı bir şekilde ilişkili olduğunu göstermektedir. Açıklama alt endeksinin pozitif olduğu ve %5 anlamlılık düzeyinde hem ROA hem de ROE ile anlamlı düzeyde ilişkili olduğu görülmektedir. Ayrıca, Hissedar Hakları alt endeksi pozitif ROA ve ROE ile sırasıyla %10 ve %5 oranlarında önemli ölçüde ilişkilidir. Bu bulguları, tam açıklama ve hissedar haklarının korunması ile ilgili iyi kurumsal yönetim önlemlerinin ve uygulamalarının gönüllü olarak uygulanmasının, Afrika piyasalarındaki şirketlerin finansal performansını iyileştirmenin kilit unsurlarından biri olduğunu göstermektedir. Bulgular aynı zamanda Waweru, Mangena ve Riro'nun (2019) Sahra altı Afrika şirketlerinin internet açıklama seviyesinin kurumsal yönetim etkinliğini gösteren bulgularını da desteklemektedir. Bulgular ayrıca, Batı Afrika ülkelerinde kurumsal yönetim yapılarının Doğrudan Yabancı Yatırım (DYY) üzerindeki etkisini inceleyen Appiah-Kubi ve diğerlerinin (2020) sonucunu da tamamlamaktadır. Onlar, hissedar haklarının daha iyi korunmasına ilişkin politikaları olan ülkelerin diğer ülkelere göre daha yüksek Doğrudan Yabancı Yatırım akışına sahip olduğunu tespit etmişlerdir.

Bu nedenle, kurumsal yönetim düzenlemelerine ve tavsiyelerine gönüllü uyumun etkisinin olumlu ve şirketlerin Afrika'daki finansal performansı ile önemli ölçüde ilişkili olduğu tespit edilirken, alt endeksler, kurumsal yönetimin gönüllü olarak benimsenmesi durumunda Afrika'daki şirketlerin finansal performansı üzerindeki olumlu etkisini açıklamada eşit derecede değildir.

Tablo 4.14: Finansal Olmayan Şirketlerin Kurumsal Yönetim Endeksi ile Şirket Performansı Arasındaki İlişki

Değişkenleri	ROA	ROE
Kurumsal Yönetim Endeksi	1.8311** (2.18)	1.8037** (2.27)
Sermaye Yoğunluğu Oranı	-0.4360 (-0.96)	-0.4895 (-1.41)
Şirket Yaşı	-0.7655 (-0.17)	3.2482 (0.66)
Şirket Büyüklüğü	-0.8053*** (-3.15)	-0.6809** (-2.25)
Kaldıraç	-0.1746 (-1.44)	0.1273 (1.33)
ROAt-1	0.1445 (0.95)	
ROEt-1		-0.0273 (-0.24)
AR (1) test (p-değeri)	0.047	0.118
AR (2) test (p-değeri)	0.203	0.353
Hansen aşırı tanımlama testi (p-değeri)	0.145	0.421
Veri sayısı	333	331

Kaynak: Yazarın değerlendirmesi

Fark (Difference) GMM'yi kullanan dinamik panel veri tahminlerinin sonucu, parantez içinde t istatistikleriyle birlikte açıklanmıştır. Açıklayıcı değişkenler, araç olarak t-2 döneminden geriye kalan tüm gecikmelerin kullanılmasıyla içsel olarak ele alınmıştır. Dışsal değişkenler olarak ülke, endüstri ve yıl kuklaları kullanılmıştır. Enstrüman çoğalmasını sınırlamak için Stata seçeneğinde bir "collapse" (kolaps/çöküş) ve tek adımlı sağlam standart hatalar kullanılmıştır. AR (1) ve AR (2), seri korelasyonun olmadığı sıfır hipotezi altında birinci farklılaştırılmış artık değerlerde birinci dereceden ve ikinci dereceden seri korelasyon testleridir. Hansen aşırı özdeşleşme testi, tüm araçların geçerli olduğu sıfır hipotezi altında gerçekleştirilmektedir.

***0.01 düzeyinde anlamlı

** 0.05 düzeyinde anlamlı

* 0.10 seviyesinde anlamlı

Tablo 4.15: Finansal Olmayan Şirketlerin Kurumsal Yönetim Alt Endeksleri ile Şirket Performansı Arasındaki İlişki

Değişkenler/ Alt Endeksler	Yönetim Kurulu	Kurulun Komiteleri	Hissederler Hakları	Açıklama
<i>A Paneli: Bağımlı Değişken (ROA)</i>				
Alt Endeksin Katsayıları	0.8039 (1.60)	0.5453 (0.66)	1.1539* (1.79)	2.3996** (2.56)
Sermaye Yoğunluğu Oranı	-0.3843 (-0.98)	-0.3839 (-0.97)	-0.3678 (-0.97)	-0.4043 (-0.98)
Şirket Yaşı	-0.7820 (-0.17)	0.1482 (0.03)	-2.8364 (-0.57)	-0.4880 (-0.11)
Şirket Büyüklüğü	-0.7868*** (-3.10)	-0.7640*** (-2.80)	-0.7932*** (-3.09)	-0.8257*** (-3.23)
Kaldıraç	-0.1809 (-1.49)	-0.1716 (-1.42)	-0.1708 (-1.40)	-0.1578 (-1.34)
ROA _{t-1}	0.1205 (0.78)	0.1366 (0.89)	0.0533 (0.40)	0.1681 (1.07)
Veri sayısı	333	333	333	333
AR (1) test (p-değeri)	0.060	0.052	0.102	0.037
AR (2) test (p-değeri)	0.191	0.249	0.602	0.256
Hansen aşırı tanımlama testi (p-değeri)	0.393	0.172	0.194	0.352
<i>B Paneli: Bağımlı Değişken (ROE)</i>				
Alt Endeksin Katsayıları	0.6439 (1.38)	0.6117 (0.77)	1.4581** (2.54)	2.1371** (2.52)
Sermaye Yoğunluğu Oranı	-0.4836 (-1.41)	-0.5040 (-1.48)	-0.5036 (-1.49)	-0.4938 (-1.41)
Şirket Yaşı	3.2763 (0.66)	4.1348 (0.83)	0.9243 (0.18)	3.5700 (0.72)

Şirket Büyüklüğü	-0.6432**	-0.6708**	-0.6607**	-0.6846**
	(-2.07)	(-2.30)	(-2.07)	(-2.18)
Kaldıraç	0.1230	0.1199	0.1491*	0.1444
	(1.36)	(1.24)	(1.67)	(1.60)
ROE _{t-1}	-0.0343	-0.0332	-0.0637	-0.0093
	(-0.30)	(-0.31)	(-0.56)	(-0.08)
Veri sayısı	331	331	331	331
AR (1) test (p-değeri)	0.130	0.092	0.172	0.085
AR (2) test (p-değeri)	0.333	0.441	0.129	0.439
Hansen aşırı tanımlama testi (p-değeri)	0.567	0.451	0.244	0.521

Kaynak: Yazarın değerlendirmesi

Fark (Difference) GMM'yi kullanan dinamik panel veri tahminlerinin sonucu, parantez içinde t istatistikleriyle birlikte açıklanmıştır. Açıklayıcı değişkenler, araç olarak t-2 döneminden geriye kalan tüm gecikmelerin kullanılmasıyla içsel olarak ele alınmıştır. Dışsal değişkenler olarak ülke, endüstri ve yıl kuklaları kullanılmıştır. Enstrüman çoğalmasını sınırlamak için Stata seçeneğinde bir "collapse" (kolaps/çöküş) ve tek adımlı sağlam standart hatalar kullanılmıştır. AR (1) ve AR (2), seri korelasyonun olmadığı sıfır hipotezi altında birinci farklılaştırılmış artuk değerlerde birinci dereceden ve ikinci dereceden seri korelasyon testleridir. Hansen aşırı özdeşleşme testi, tüm araçların geçerli olduğu sıfır hipotezi altında gerçekleştirilmektedir.

***0.01 düzeyinde anlamlı

** 0.05 düzeyinde anlamlı

* 0.10 seviyesinde anlamlı

4.5.3 Finans Sektöründeki Şirketlerin Kurumsal Yönetim ile Finansal Performansı Arasındaki İlişki

Tablo 4.16, Afrika'da finans sektöründeki şirketlerin kurumsal yönetim endeksi ile finansal performansları arasındaki ilişkiyi içsellik sorusunu kontrol yapıldıktan sonra göstermektedir. Hansen aşırı tanımlama testinin P değeri, iki modelin sonucunun kabul edilebilir olmasına rağmen, iki modelde kullanılan araç değişkenlerin iyi olduğunu ancak ROE modeline (0.755) göre ROA modelinde (0,272) daha uygun olduğunu göstermektedir. İçselliğin kontrol edilmesinin ardından, analizler hem ROA (0,286) hem de ROE (0,320) modellerinin hem birinci hem de ikinci dereceden seri korelasyonunu ortadan kaldırmıştır. Bulgular, kurumsal yönetim endeksi ile hem ROA (t = 1.96, p < 0.10) hem de ROE (t=1.79, p< 0.10) arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki olduğunu göstermektedir. Ayrıca, Şirket büyüklüğünün de ROA ile sırasıyla %10 ve

%5 anlamlılık düzeyinde negatif ve anlamlı bir ilişkisi olduğu görülmektedir. Bu bulguları, birkaç farklı Afrika ülkelerinin finans sektöründe gerçekleştirilen çalışmalar olan Boolaky (2007), Ngwenya (2014), Ibrahim ve Abdullahi (2019), Owiredu ve Kwakye'nin (2020) sonuçları ile örtüşmektedir.

Tablo 4.17, içsellik sorusunu kontrol ettikten sonra finans sektöründeki şirketlerin kurumsal yönetim alt endeksleri ile finansal performansları arasındaki ilişkiyi göstermektedir. Bu analizin amacı, KYE ile bu sektördeki şirketlerin finansal performansı arasındaki pozitif anlamlı ilişkiye atfedilen dört alt endeksten hangisi olduğunun tespit edilmesidir. A Panelinde şirketin finansal performansının ROA ile ölçüldüğündeki ve B Panelinde ROE'nin sunduğu bulguları sunmaktadır. Burgular, Yönetim Kurulu alt endeksi ve Açıklama alt endeksinin hem ROA hem de ROE ile hem olumlu hem de anlamlı ölçüde ilişkiliyken, Kurul komiteleri alt endeksinin yalnızca ROE ile pozitif ve anlamlı ilişkili olduğunu göstermektedir. Açıklama alt endeksinin pozitif olduğu ve hem ROA hem de ROE ile sırasıyla %5 ve %10 anlamlılık düzeyinde anlamlı şekilde ilişkili olduğu görülmektedir. Ayrıca, yönetim kurulu alt endeksi pozitifdir ve ROA ve ROE ile sırasıyla %5 ve %10 anlamlık seviyelerinde anlamlı ölçüde ilişkilidir. Bu bulguları, tam açıklama ve etkin yönetim kurulu işlevlerinin oluşturulması ile ilgili iyi kurumsal yönetim önlemlerinin ve uygulamalarının benimsenmesinin, Afrika piyasalarının finans sektörlerindeki şirketlerin finansal performansını iyileştirmek ve geliştirmek açısından çok önemli olduğunu göstermektedir. Bu bulguları aynı zamanda çeşitli Afrika ülkelerinde yürütülen ve yönetim kurulu komiteleri, açıklama, yönetim kurulu yapısı ve yönetim kurulu özelliklerinin şirketlerin finansal performansı üzerinde olumlu ve anlamlı bir etkiye sahip olduğu tespit eden Boolaky (2007), Shungu ve diğerleri (2014), Musah ve Adutwumwaa'nın (2021) çalışmalarının sonuçlarıyla da örtüşmektedir. Fakat bu çalışmalarda, ilgili tüm kurumsal yönetim mekanizmalarını kapsayan kapsamlı bir kurumsal yönetim endeksi yerine, bağımsız değişkenler olarak birkaç bireysel kurumsal yönetim iç mekanizması kullanılmıştır.

Sonuç olarak, kurumsal yönetimin finans sektöründeki şirketlerin finansal performansı üzerindeki genel etkisi olumlu ve anlamlı bulunurken, alt endeksler, kurumsal yönetimin Afrika'daki şirketlerin finansal performansı üzerindeki olumlu etkisini açıklamada eşit derecede önemi değildir.

Tablo 4.16: Finansal Şirketlerin Kurumsal Yönetim Endeksi ile Şirket Performansı Arasındaki İlişki

Değişkenleri	ROA	ROE
Kurumsal Yönetim Endeksi	0.2744*	0.7882*
	(1.96)	(1.79)
Sermaye Yoğunluğu Oranı	-0.2665	-0.0621
	(-0.75)	(-1.17)
Şirket Yaşı	0.0271	0.0380
	(0.70)	(0.66)
Şirket Büyüklüğü	-0.0445*	-0.0101
	(-1.76)	(-0.28)
Kaldıraç	0.0222	-0.0279
	(0.51)	(-0.58)
ROAt-1	0.0614	
	(0.44)	
ROEt-1		0.4673*
		(1.71)
AR (1) test (p-değeri)	0.161	0.059
AR (2) test (p-değeri)	0.286	0.320
Hansen aşırı tanımlama testi (p-değeri)	0.272	0.755
Veri sayısı	120	120

Kaynak: Yazarın değerlendirmesi

Sistem GMM'yi kullanan dinamik panel veri tahminlerinin sonucu, parantez içinde t istatistikleriyle birlikte açıklanmıştır. Açıklayıcı değişkenler, araç olarak t-2 döneminden geriye kalan tüm gecikmelerin kullanılmasıyla içsel olarak ele alınmıştır. Dışsal değişkenler olarak ülke, endüstri ve yıl kuklaları kullanılmıştır. Enstrüman çoğalmasını sınırlamak için Stata seçeneğinde bir "collapse" (kolaps/çöküş) ve tek adımlı sağlam standart hatalar kullanılmıştır. AR (1) ve AR (2), seri korelasyonun olmadığı sıfır hipotezi altında birinci farklılaştırılmış artık değerlerde birinci dereceden ve ikinci dereceden seri korelasyon testleridir. Hansen aşırı özdeşleşme testi, tüm araçların geçerli olduğu sıfır hipotezi altında gerçekleştirilmektedir.

***0.01 düzeyinde anlamlı

** 0.05 düzeyinde anlamlı

* 0.10 seviyesinde anlamlı

Tablo 4.17: Finansal Şirketlerin Kurumsal Yönetim Alt Endeksleri ile Şirket Performansı Arasındaki İlişki

Değişkenler/ Alt Endeksler	Yönetim Kurulu	Kurulun Komiteleri	Hissedarler Hakları	Açıklama
<i>A Paneli: Bağımlı Değişken (ROA)</i>				
Alt Endeksin Katsayıları	0.2346**	0.1106	0.0316	0.1950**
	(2.06)	(1.14)	(0.15)	(2.15)
Sermaye Yoğunluğu Oranı	-0.0327	-0.0248	-0.0299	-0.0396
	(-1.06)	(-0.58)	(-0.74)	(-1.04)
Şirket Yaşı	0.0111	0.0168	0.0137	0.0128
	(0.35)	(0.37)	(0.42)	(0.42)
Şirket Büyüklüğü	-0.0421*	-0.3351	-0.0349*	-0.0380*
	(-1.94)	(-1.30)	(-1.71)	(-2.05)
Kaldıraç	0.0173	0.0914	0.0181	0.0212
	(0.73)	(0.72)	(0.91)	(0.79)
ROA _{t-1}	0.0938	0.0719	0.0728	0.0968
	(0.65)	(0.50)	(0.48)	(0.66)
Veri sayısı	120	120	120	120
AR (1) test (p-değeri)	0.160	0.158	0.116	0.139
AR (2) test (p-değeri)	0.238	0.349	0.300	0.254
Hansen aşırı tanımlama testi (p-değeri)	0.398	0.244	0.163	0.242
<i>B Paneli: Bağımlı Değişken (ROE)</i>				
Alt Endeksin Katsayıları	0.6811*	0.3305*	0.7766	0.3470*
	(1.76)	(2.00)	(1.04)	(1.85)
Sermaye Yoğunluğu Oranı	-0.1003**	-0.0639	-0.1432**	0.1117**
	(-2.25)	(-1.39)	(-2.23)	(-2.34)
Şirket Yaşı	-0.2991	-0.0319	-0.0057	-0.0308
	(-0.58)	(-0.51)	(-0.09)	(-0.64)
Şirket Büyüklüğü	-0.0183	-0.0014	-0.0113	-0.0132

	(-0.68)	(-0.04)	(-0.40)	(0.55)
Kaldıraç	-0.0038	-0.0115	0.0068	0.0106
	(-0.11)	(-0.29)	(0.18)	(0.34)
ROE _{t-1}	0.4520*	0.4796*	0.4195*	0.4342*
	(1.95)	(1.99)	(1.73)	(1.75)
Veri sayısı	120	120	120	120
AR (1) test (p-değeri)	0.041	0.049	0.134	0.061
AR (2) test (p-değeri)	0.352	0.394	0.609	0.201
Hansen aşırı tanımlama testi (p-değeri)	0.733	0.733	0.776	0.633

Kaynak: Yazarın değerlendirmesi

Sistem GMM'yi kullanan dinamik panel veri tahminlerinin sonucu, parantez içinde t istatistikleriyle birlikte açıklanmıştır. Açıklayıcı değişkenler, araç olarak t-2 döneminden geriye kalan tüm gecikmelerin kullanılmasıyla içsel olarak ele alınmıştır. Dışsal değişkenler olarak ülke, endüstri ve yıl kuklaları kullanılmıştır. Enstrüman çoğalmasını sınırlamak için Stata seçeneğinde bir "collapse" (kolaps/çöküş) ve tek adımlı sağlam standart hatalar kullanılmıştır. AR (1) ve AR (2), seri korelasyonun olmadığı sıfır hipotezi altında birinci farklılaştırılmış artık değerlerde birinci dereceden ve ikinci dereceden seri korelasyon testleridir. Hansen aşırı özdeşleşme testi, tüm araçların geçerli olduğu sıfır hipotezi altında gerçekleştirilmektedir.

***0.01 düzeyinde anlamlı

** 0.05 düzeyinde anlamlı

* 0.10 seviyesinde anlamlı

4.6 ARAŞTIRMA HİPOTEZLERİN TESTİ

İkinci bölümde, bu araştırmanın dayandığı kurumsal yönetim ve finansal performans arasındaki ilişki üzerine altı ana hipotez sergilenmiştir. Bu bölümde, bu öneriler, panel regresyon analizlerimiz ve dinamik GMM (sistem ve *difference* GMM) sonuçlarından yola çıkarak deneysel testlere tabi tutulmuştur. Karar kuralı, istatistiksel analizlerden elde edilen p değerleri ile temsil edilen, örnek yanlılığı ve içsellığı sorusunu kontrol edildikten sonra elde edilen GMM bulgularının t-istatistiklerinin anlamlığa dayanmaktadır. Özellikle içsellik kontrol edildikten sonra, yönetim değişkenleri ile hem ROA hem de ROE arasında önemli ilişkilerin fark edildiği sonuçlardan kolaylıkla gözlemlenebilir. Bu husus, bu çalışmada finansal performans ile tam bir ilişkiyi göstermektedir.

4.6.1 Hipotez 1

H₁: Afrika'daki şirketlerin finansal performansı ile kurumsal yönetim arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.

Birinci hipotezde, Afrika'daki şirketlerin kurumsal yönetim endeksi ile finansal performansları arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki olduğu varsayılmıştır. Bu varsayımın test etmek için tüm sektörlerden örneklemimizde yer alan tüm şirketlerden oluşan tam verileri kullanmaktadır. Yapılan analizden, CGI katsayısının hem %10 ROA (1,3634) hem de %5 ROE (1,3876) ile pozitif olarak anlamlı olduğu tespit edilmiştir. Bu, Afrika'da kurumsal yönetim ile finansal performans arasında önemli ve anlamlı bir pozitif ilişki olduğunu göstermektedir. Bu sonuçlara dayanarak, Afrika'daki şirketlerin finansal performansı ile kurumsal yönetim arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki olduğu artık kanıtlanmıştır. **Bu nedenle H₁ kabul edilmiştir.** Bu, Black ve diğerleri (2005), Garay ve González (2008), Yeğen (2016), Arora ve Bodhanwala (2018), Eryazgan (2019) tarafından yapılan çalışmaların sonuçlarıyla örtüşmektedir.

4.6.2 Hipotez 2

H₂: Afrika'da kurumsal yönetim ve finansal performans arasındaki ilişkinin belirlenmesinde tüm kurumsal yönetim alt endeksleri eşit derecede önemlidir.

İkinci hipotez, KYE'nin alt endekslerinin kurumsal yönetim ve finansal performans arasındaki ilişkiyi belirlemede eşit derecede önemli olduğunu varsaymıştır. Bu varsayımın test etmek için, tüm sektörlerden örneklemimizde yer alan tüm şirketlerden oluşan tam verileri kullanıp her bir alt endeksin ROA ve ROE üzerindeki etkisini incelemektedir. Analizden çıkan sonuca göre, tüm alt endekslerin katsayıları, %5 veya %10 oranda ROE ile pozitif olarak anlamlı olmaktadır. Bununla ilgili olarak, ROA sadece yönetim kurulu alt endeksi ile önemli ölçüde ilişkili değildir, yönetim kurulu komiteleri alt endeksi, Hissedar Hakları alt endeksi ve açıklama alt endeksi de ROA ile %5 veya %10 önem düzeyinde ilişkilidir. Genel sonuçlara bakıldığında, alt endekslerin, kurumsal yönetimin Afrika'daki şirketlerin finansal performansı üzerindeki olumlu etkisini açıklamada eşit derecede önemli ve anlamlı olduğu görülmektedir. **Dolayısıyla H₂ de kabul edilmiştir.**

4.6.3 Hipotez 3

H₃: En iyi uygulamaların kurumsal yönetim tavsiyelerinin gönüllü olarak benimsenmesi, Afrika'daki şirketlerin finansal performansını olumlu yönde etkilemektedir.

Bu hipotezin test edilmesi için elde edilen sonuç, Afrika'daki şirketler tarafından en iyi uygulamaların kurumsal yönetim tavsiyelerinin gönüllü olarak benimsenmesinin finansal performansı gerçekten yansıttığını ve geliştirdiğini göstermektedir. Analizden çıkan sonuca göre, CGI katsayısı hem ROA (1.8311) hem de ROE (1.8037) ile %5 anlamlılık düzeyinde pozitif olarak anlamlıdır. ***Bu sonuca dayanarak, H₃ de kabul edilmiştir.*** Bu sonuç, şirketlerin diğer şeylerin yanı sıra gönüllü açıklamayı artırarak hissedarların koruma haklarını geliştirebilecekleri Klapper ve Love'ı (2004) ortaya koymuş fikiri desteklemektedir. Klapper ve Love (2004), “en iyi uygulama” şeklindeki kurumsal yönetim tavsiyelerine gönüllü olarak uymayı seçen şirketlerin kendilerini diğer şirketlerden farklılaştırarak yatırımcılara ve diğer paydaşlara şirketin emin ellerde olduğuna dair iyi bir sinyal göndermekte ifade etmiştir.

4.6.4 Hipotez 4

H₄: Açıklama ilkesi, Afrika'daki kurumsal yönetim tavsiyelerini gönüllü olarak benimsemeyi seçen şirketlerin finansal performansı üzerinde en önemli olumlu etkiye sahiptir.

Bu hipotez, KYE'nin açıklama alt endeksinin, kurumsal yönetim ile gönüllü olarak en iyi uygulama kurallarını benimseyen şirketlerin finansal performansı arasındaki ilişkinin belirlenmesinde en önemli endeks olduğunu varsaymaktadır. Bu varsayımı test etmek için finans sektörü dışındaki tüm sektörlerden örneklemedeki tüm şirketleri kapsayan veriler kullanılmıştır. Dolayısıyla, her bir alt endeksin ROA ve ROE üzerindeki etkisi analiz edilmiştir. Analiz sonucu, hem Hissedar Hakları alt endeksi hem de Açıklama alt endeksinin hem ROA hem de ROE ile pozitif ve anlamlı bir şekilde ilişkili olmasının yanı sıra, Açıklama alt endeksinin hem %5 anlamlılık düzeyinde ROA (2.3996) hem de %5 anlamlılık düzeyinde ROE (2.1371) en yüksek katsayıya sahip olduğu görülmüştür. Hissedar Hakları alt endeksinin katsayıları, %10 anlamlılık düzeyinde ROA (1.1539) ve %5 anlamlılık düzeyinde ROE (1.4581) ile ilişkili olmakla Açıklama alt endeksinden

daha düşük olmaktadır. Dolayısıyla, Açıklama alt endeksinin, tavsiye edilen en iyi uygulama kurumsal yönetimini gönüllü olarak benimseyen şirketlerin finansal performansı ile pozitif anlamlı ilişkisi en yüksek olan alt endeks olmaktadır. ***Bu nedenle H₄ kabul edilmiştir.*** Bu sonuç, kurumsal yönetim gönüllü açıklamalarının Suudi borsasında işlem gören şirketlerin finansal performansı üzerindeki etkisini araştıran Waleed'in (2014) sonucuyla örtüşmektedir.

4.6.5 Hipotez 5

H₅: Finans sektöründeki şirketlerin finansal performansı ile kurumsal yönetim arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.

Bu hipotez, kurumsal yönetim endeksi ile finans sektöründeki şirketlerin finansal performansı arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki olduğunu varsaymaktadır. Finans sektörünün ayrı olarak incelenmesinin nedeni, kurumsal yönetim uyumunun bu sektördeki şirketler için zorunlu olmasından kaynaklanmaktadır. Ayrıca örneklemedeki şirketlerin çoğunluğu finans sektöründendir (%15,38). Bunun nedeni, bu araştırmaya 2013'ten 2019'a kadar her yıl tam yıllık rapor sunan şirketlerin dahil edilmesidir. Bununla birlikte, bu araştırmadaki finans sektörü sınıflandırması bankalar, sigorta şirketleri, yatırım şirketleri ve diğer finansal hizmetleri içermektedir. Ayrıca, Lehman Brothers'ın iflası ve 2008/2009 küresel finansal krizlerinden sonra, finans sektörünün kurumsal yönetim ve finansal raporlama konularında tartışmasız en çok incelenen sektör olmaktadır.

Analizlerden elde edilen bulgular, CGI katsayısının pozitif olduğunu ve hem ROA (0,2744) hem de ROE (0,7882) ile %10 anlamlılık düzeyinde anlamlı şekilde ilişkili olduğunu göstermektedir. Bu, Afrika'nın finans sektörü şirketlerinde kurumsal yönetim ile finansal performans arasında önemli bir pozitif ilişki olduğunu göstermektedir. ***Bu nedenle H₅ kabul edilmiştir.***

Bu, kurumsal yönetim kuralları zorunlu hale getirdiğinde ve verimli ve etkili bir şekilde uygulandığında, yatırımcıların servetinin oluşumuna, dolandırıcılığın azaltılmasına ve dolayısıyla sermaye maliyetinin düşürülmesine, yönetimden kaçışın kısıtlanmasına, şirket riskinin azaltılmasına, azınlık hissedarlarının korunmasına, borsa likiditesinin

iyileştirilmesine ve şirket ile paydaşları arasında iyi bir ilişkinin teşvik edilmesine yol açmaktadır (Donker ve Zahir, 2008; Claessens ve Yurtoğlu, 2013).

4.6.6 Hipotez 6

H_6 : Finans sektöründeki şirketlerin kurumsal yönetim ile finansal performansları arasındaki ilişkinin belirlenmesinde tüm kurumsal yönetim alt endeksleri eşit derecede önemlidir.

Altıncı ve son hipotez, KYE'nin alt endekslerinin, finans sektörü şirketlerinin kurumsal yönetim ve finansal performansları arasındaki ilişkiyi belirlemede eşit derecede önemli olduğunu varsaymıştır. Bu hipotezi test etmek için her bir alt endeksin ROA ve ROE üzerindeki etkisi analiz edilmiştir. Analizden elde edilen sonuçtan, sadece 0,2346 katsayılı Yönetim Kurulu alt endeksi ile 0.1950 katsayılı Açıklama alt endeksinin her birinin %5 anlamlılık düzeyinde ROA ile pozitif ilişkili olduğu görülmektedir. Öte yandan, sadece Yönetim Kurulu alt endeksi (0,6811), Yönetim Kurulu komiteleri alt endeksi (0,3305) ve Açıklama alt endeksi (0,3470) katsayıları pozitifdir ve her biri ROE ile %10 anlamlılık düzeyinde önemli ölçüde ilişkilidir. Dolayısıyla, Hissedar Hakları alt endeksi, finansal performans göstergeleri ile önemli ölçüde ilişkili değildir.

Sonuçları özetlemek gerekirse, kurumsal yönetimin finans sektöründeki şirketlerin finansal performansı üzerindeki etkisi olumlu ve anlamlı bulunurken, alt endeksler, kurumsal yönetimin finansal sektördeki şirketlerin finansal performansı üzerindeki olumlu etkisini açıklamada eşit derecede önemli olmamaktadır. ***Bu nedenle H_6 reddedilmiştir.***

BEŞİNCİ BÖLÜM

ÖZET, SONUÇ VE ÖNERİLER

Bu bölümün amacı, çalışmanın tamamını kısaca özetlemek, bir sonuca varmak ve geçen bölümde sunulan bulgular ve sonuçlardan gerekli önerileri çıkarmaktır. Bu çalışmanın bulgularının, politikaların ve tavsiyelerin değiştirilmesine yardımcı olacak ve kurumsal yönetimin Afrika'daki firma performansı üzerindeki etkisine ilişkin mevcut ampirik literatüre katkıda bulunacak önemli bilgiler olarak hizmet etmesi umulmaktadır. Bu bölüm beş kısımdan oluşmaktadır. Bölüme kısa bir girişten sonra, birinci kısım araştırmanın genel bir özetini sunmaktadır, ardından bu araştırmanın bulgularını özetleyen ikinci kısım gelmektedir. Üçüncü kısım sonucu içermektedir ve dördüncü kısımda araştırmanın katkıları ve sınırlılıklarına kısaca değinilmiştir. Son kısım ise araştırma önerilerini içermektedir.

5.1 TEZİN ÖZETİ

Bu çalışmanın temel amacı, kurumsal yönetim mekanizmalarının Afrika'daki borsaya kayıtlı şirketlerin finansal performansı üzerindeki etkisini incelemektir. Afrika'daki Ortak Hukuk ülkelerine özellikle önem verilmiştir. Bu çalışmada, Botswana Mısır, Gana, Kenya, Malavi, Moritius, Namibya, Nijerya, Güney Afrika Ülkesi, Tanzanya, Uganda, Zambiya ve Zimbabve dahil olmakla 13 ülkeden 156 şirketin kurumsal yönetim mekanizmaları ile finansal performansı arasındaki ilişkiyi analiz etmek için 2013'ten 2019'a kadar olan 7 yıllık döneme ait ülke başına 84 şirket olmak üzere toplam 1.092 şirket yılı gözlemi toplanıp, araştırmada ikincil veriler kullanılmıştır. Kullanılan veriler, örnekleme yapılan şirketlerin ya söz konusu şirketin web sitelerinde ya da www.africanfinancial.com adresinde bulunan yayınlanmış yıllık raporlarından ve hesaplarından elde edilmiştir.

Bu çalışmada kullanılan bağımsız değişkenler, kapsamlı kurumsal yönetim endeksi (KYE) ve Yönetim Kurulu Alt Endeksi, Yönetim Kurulu Komiteleri Alt Endeksi, Pay Sahipleri Hakları Alt Endeksi ve Açıklama Alt Endeksi olmak üzere dört (4) alt endekstir. KYE'de, hem OECD Kurumsal Yönetim İlkelerini hem de Afrika'daki Ortak

Hukuk ülkelerinin en iyi uygulama kurallarının en önemli tavsiyelerini temsil eden toplam 50 öneri ibarettir. Bu çalışmada kullanılan bağımlı değişkenler, finansal performansın muhasebe ölçütleridir. İki muhasebe ölçütü kullanılmıştır, Bunlar; Aktif Kârlılığı (ROA) ve Özkaynak Kârlılığı'dır (ROE). Dışlanan yanlılığı (omitted bias) kontrol etmek için kaldıraç oranı, şirketin büyüklüğü, sermaye yoğunluğu oranı, şirketin yaşı ve ikincil borasada işlem görme, kontrol değişkenleri olarak kullanılmıştır.

Panel regresyon analizleri, bağımlı değişkenler ile bağımsız değişkenler arasında pozitif veya negatif bir ilişkinin olup olmadığını ve ayrıca ilişkinin anlamlı olup olmadığını tespit etmek için kullanılmıştır. Ayrıca, içsellik sorusunu kontrol etmek için, sonuçların sağlamlık kontrolü açısından dinamik Genelleştirilmiş Momentler Yöntemi (GMM) kullanılmıştır. Kurumsal yönetim çerçevesinin şirketlerin finansal performansı üzerindeki etkilerini anlamak için, başlıca kurumsal yönetim teorileri, ilkeleri, modelleri, başlıca düzenlemeler ve Afrika'daki kurumsal yönetim ortamı ele alınmıştır. Ampirik analizlerden elde edilen sonuçlar açıklanmış ve çalışma süresince geliştirilen hipotezler test edilmiştir. Daha sonra ise sonuç ve öneriler sunulmuştur.

5.2 BULGULARIN ÖZETİ

Afrika'da kurumsal yönetimin ve finansal performansın etkisini bulmaya çalışan çeşitli araştırmalar, yönetim kurulu yapısı ve sahiplik yoğunluğu, icra başkan ikiliği ve diğerleri gibi kurumsal yönetimin iç mekanizmalarının etkisine odaklanmaktadır. Kurumsal yönetim ile şirketlerin finansal performansı arasındaki ilişkiyi belirlemek için kapsamlı bir KYE kullanan araştırmaların çoğu, öncelikle gelişmiş batı ülkelerinde yürütülmüştür. Ayrıca, Afrika'daki ülkeler, yabancı yatırımcıları çekmek ve uluslararası iyi yönetim standardına uyum sağlamak için gelişmiş ülkelere kurumsal yönetim ilke ve düzenlemelerini benimsemiştir. Bununla birlikte, farklı çevrelerdeki şirketler, kurumsal yönetim düzenlemelerinin benimsenme ve uygulanma biçimlerinin yanı sıra bunların şirketlerin performansı ve bir bütün olarak ekonomi üzerindeki etkisini önemli ölçüde etkileyen farklı kültürlere, farklı yasal sistemlere ve farklı kurumsal yapılara sahiptir. Bu nedenle İngiltere, ABD, OECD ve milletler topluluğu ülkeleri gibi gelişmiş ülkelere benimsenen modelin farklı ortamlarda uygulanabilirliğinin test edilmesi önemlidir (Filatotchev ve diğerleri, 2005). Bu araştırmanın sonuçları, aşağıda araştırmada kullanılan KYE ve alt endekslerine göre sırayla özetlenmiştir.

5.2.1 Yönetim Kurulunun Görevi ve Yapısı

Bu araştırma, Yönetim Kurulu Alt Endeksi'nin finansal performans üzerinde olumlu ve anlamlı bir etkisinin olduğunu ortaya koymaktadır. Olası içsellik kontrol edildikten sonra elde edilen sonuçlar, Yönetim Kurulu Alt Endeksi'nin Afrika'nın Ortak Hukuk ülkelerinin finans sektöründeki şirketlerin finansal performansı ile pozitif ve anlamlı bir şekilde ilişkili olduğunu göstermektedir. KYE uyum sonucu da alt endeksin ortalama puanının %71,88 olduğunu göstermektedir. Bu, yönetim kurulunun yapısı, hedefleri ve Afrika'daki şirketlerin yönetim kurulun görev ve sorumluluklarını nasıl yerine getirmesi gerektiği konusunda kurumsal yönetim tavsiyelerine yüksek düzeyde uyum olduğu anlamına gelmektedir. Bulgular ayrıca, şirketler etkin yönetim kurulu işlevleri ve yapısı açısından kurumsal yönetim düzenlemelerini benimsemeye zorlandıklarında, nihai sonucun, finans sektöründeki şirketlerde olduğu gibi şirketlerin finansal performanslarında gelişme olduğunu göstermektedir. Bu, kurulların hem icra direktörlerinden, hem de icracı olmayan direktörlerden ve bağımsız icracı olmayan direktörlerden oluşması gerektiğini, genel müdür ve yönetim kurulu başkanının pozisyonunu ayırması gerektiğini, yönetimin, yönetim kurulu tarafından etkin ve verimli bir şekilde denetlenmesini ve çıkar çatışmasının düzenli olarak izlenmesini öneren vekalet teorisi ile örtüşmektedir (Fama ve Jensen, 1983; Fama, 1980). Sonuçlar aynı zamanda Cadbury Raporu, Hampel Raporu ve CACG'nin uygun yönetim kurulu yapısı ve yönetim kurulunun etkin işlevi, şirketin etkin bir şekilde izlenmesi ve yönetilmesine ilişkin önemli tavsiyeleri ile uyumludur. Bu aynı zamanda Musah ve Adutwumwaa (2021), Roffia ve diğerleri (2021), Naseem ve diğerleri (2017), Shungu ve diğerleri (2014), Priya ve Nimalathanan (2013) ve Boolaky'nin (2007) çalışmalarının sonuçlarıyla örtüşmektedir.

Öte yandan sonuçlar, Yönetim Kurulu Alt Endeksi'nin, önerilen kurumsal yönetim en iyi uygulamalarını gönüllü olarak benimseyen diğer sektörlerdeki şirketlerin hem ROA hem de ROE üzerinde olumlu ancak anlamlı olmayan bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Bu sonuç, La Porta ve diğerlerinin (2002), şirketler gönüllü olarak kurumsal yönetim tavsiyelerini benimsediklerinde, kendilerini farklılaştıran şirketler olarak görüldükleri, bu nedenle daha fazla yatırım çektikleri ve dolayısıyla değerlerini artırdıkları, iddiası ile zıtlık oluşturmaktadır. Bununla birlikte, sonuç anlamlı derece

olmasa bile finansal performans ile pozitif bir ilişkiye işaret etmektedir. Öte yandan, sonuçlar, yöneticilerin dürüst, iyi yönetici olduklarını ve şirket sahiplerinin çıkarlarıyla çatışan herhangi bir gizli çıkarım veya kişisel çıkarları olmadığını belirten Stewardship teorisinin önerisiyle tutarlıdır, dolayısıyla yönetim kurulunun yönetimin performansı üzerinde herhangi bir etkisi bulunmamaktadır (Donaldson, 1990).

5.2.2 Yönetim Kurulu Komitelerinin Yapısı ve Görevleri

Bu araştırmadan elde edilen genel sonuç, Yönetim Kurulu Komitesi Alt Endeksi'nin Afrika'daki şirketlerin finansal performansı üzerinde olumlu ve anlamlı bir etkiye sahip olduğunu ortaya koymaktadır. Hem POLS hem de GMM'in elde edilen sonuçlar, Yönetim Kurulu Komitesi Alt Endeksi'nin Afrika'nın Ortak Hukuk ülkelerindeki finans sektöründeki şirketlerin finansal performansı ile pozitif ve anlamlı bir şekilde ilişkili olduğunu göstermektedir. KYE uyum sonucu da bu alt endeksin ortalama puanının %43,19 olduğunu göstermektedir. Bu sonuç, finans sektöründeki şirketlerin kendi merkez bankası tarafından çıkarılan kurumsal yönetim ilkelerine ve yönergelerine uymasının zorunlu olması nedeniyle, denetim komitesinin kurulması gibi şirketlerin yönergelere uyumu, komiteden bağımsız olması, risk, ücretlendirme ve aday gösterme komitelerinin kurulması ve bağımsızlığı vb. şirketlerin finansal performansını olumlu yönde etkilemektedir. Bu sonuç, hem vekalet teorisinin hem de Kaynak Bağımlılığı teorisinin önerileriyle uyumludur. Vekâlet teorisi, hissedarların, yönetim kurulu tarafından yönetim kurulu komiteleri şeklinde yönetim kurulu içinde iş bölümü yoluyla etkin bir şekilde yapılan yönetimin gözlemi ve uygun şekilde denetlenmesi ile ilgili vekâlet maliyetlerine katlanmaları gerektiğini öne sürmektedir. Kaynak Bağımlılığı teorisi, aday gösterme komitesi ve finans komitesi gibi komitelerin kurulmasını da ışık tutmaktadır. Teori, yönetim kurulunun temel amacının şirketin ihtiyaç duyduğu önemli kaynakların (insan ve malzeme) temini ile ilgili olması gerektiğini belirtmiştir (Pfeffer ve Salancik, 1978). Bu sonuç Agyemang-Mintah (2015), Abubakar ve Garba (2018), Abu-Zraiq ve Fadzil (2018)a, Abu-Zraiq ve Fadzil (2018), Aldhamari ve diğ. (2020), Eşref ve diğerlerinin (2021) araştırmalarının sonuçlarıyla örtüşmektedir.

Diğer taraftan, araştırma, yönetim kurulu komitelerine ilişkin kurumsal yönetim tavsiyelerini gönüllü olarak benimseyen şirketlerin finansal performansı ile yönetim kurulu komitelerinin özellikleri ve işlevleri arasında önemli bir ilişki olmadığını ortaya

koymuştur. Bu sonuç, Kipkoech (2016), ve Oudat, Ali ve Qeshta'nın (2021) sonucuyla çelişmektedir. Hem POLS hem de GMM sonuçlarından elde edilen anlamlı derece olmayan ilişki, şirketlerin uyum düzeyinin düşük olması ile ilişkilendirilebilir. Bu nedenle, Afrika'daki şirketlerin genel olarak yönetim kurulu komiteleri, işlevleri ve bağımsızlıkları ile ilgili kurumsal yönetim tavsiyelerine uymadıkları sonucuna varılabilir. Bunun nedeni, ilgili komitelerin kurulması ve sürdürülmesi ile ilgili maliyetler olabilir. Eğer durum gerçekten böyle olursa, o zaman Afrika'daki şirketlerin, Coase'ın şirketlerinin işletme maliyetlerini azaltacak şekilde yönetilmesi gerektiğini belirten Kurumsal Yönetimin İşlem Maliyetleri Teorisi'nin önerisini takip ettikleri söylenebilmektedir (1937).

5.2.3 Hissedar Haklarının Korunması

Bu araştırma, hissedar haklarının korunmasıyla ilgili önerilerin genel olarak Afrika'daki şirketlerin finansal performansı üzerinde olumlu bir etkisi olduğunu ortaya çıkarmıştır. Sonuçlar, bir taraftan hissedar haklarının korunmasının finansal şirketlerin finansal performansı üzerinde olumlu ancak yeterince anlamlı olmayan bir etkisi olduğunu gösterirken, diğer taraftan, şirketler tarafından hissedar haklarının korunmasına ilişkin kurumsal yönetim tavsiyelerinin gönüllü olarak benimsenmesinin finansal performansı olumlu ve anlamlı düzeyde etkilediğini göstermektedir. Bu sonuç, La Porta ve diğerleri (2002), Defond ve Hung (2003), Chugh ve diğerleri (2010), Appiah-Kubi ve diğerleri (2020), ve diğer araştırmacıların sonuçlarıyla örtüşmektedir. Uyum sonucu da hissedarlık haklarının %55,64'üne uyulduğunu göstermektedir. Bu da Afrika'da yatırımcı haklarının korunmadığı varsayımının sadece bir klişe olduğunu ve Afrika'nın iş ortamının gerçek doğasını yansıtmadığını göstermektedir. Bu sonuç aynı zamanda, hissedarlara eşit muamele ve serbest piyasada düşmanca devralma tehditleri gibi politikaları, yönetimi şirketin performansını iyileştirme çabasında motive eden piyasa kontrol mekanizmaları olarak hizmet ettiğine dair vekalet teorisinin tavsiyeleriyle uyumludur. (Jensen & Meckling, 1976).

5.2.4 Finansal ve Finansal Olmayan Bilgilerin İlgili Şeffaf Açıklaması

Çalışma, Afrika'daki bir şirketin paydaşları için ilgili finansal ve finansal olmayan bilgilerin şeffaf bir şekilde açıklanmasının, hem gönüllü açıklama politikalarına sahip

olan hem de tam ve şeffaf açıklama politikalarını benimsemeye ikna edilen şirketlerin finansal performansı üzerinde olumlu ve anlamlı bir etkiye sahip olduğunu göstermektedir. Bu sonuç Paydaş teorisinin özetleriyle tutarlıdır. Teori bir şirketin yönetiminin, şirketin tüm paydaşları ile ya güvene dayalı ya da zımni bir ilişkiye sahip olduğunu, bu nedenle yönetimin, şirketi etkileyen her önemli kararda paydaşları dikkate alma yükümlülüğü olduğunu ve herhangi bir paydaşın şirketle ilgili kararını etkileyebilecek tüm ilgili bilgilerin paydaşlara şeffaf bir şekilde açıklanması gerektiğini belirtmektedir (Freeman, 1984). KYE uyum sonucu, Afrika'daki şirketlerin ortalama olarak %88,44'ünün tam açıklama ile ilgili tavsiyelere ve düzenlemelere uyduğunu göstermektedir. Bu, Afrika'daki şirketlerin iyi bir açıklama kültürüne sahip olduğuna ve bunun iyileştirilmiş kurumsal finansal performans açısından başarılı olduğuna işaret etmektedir. Bu çalışmanın sonuçları aşağıda özetlenen hipotezleri desteklemektedir.

Bu çalışmanın ana bulguları, gelişmiş olan Ortak Hukuk ülkelerinde yürütülen diğer çalışmaların bulgularıyla örtüşmektedir. Bunlar, Afrika ülkelerinin en iyi uygulama kurumsal yönetim kurallarını çıkaran ülkelerdir. Bunlardan birkaçı aşağıda ele alınmıştır.

Kurumsal yönetim tavsiyelerine gönüllü uyumun daha yüksek performansla sonuçlandığını öne süren mevcut çalışmanın bulguları Klapper ve Love'ın (2004) bulguları ile örtüşmektedir. Klapper ve Love (2004), 14 gelişmekte olan ekonomiyi incelemiş ve kurumsal yönetim düzenlemeleri ve yaptırımları açısından zayıf bir ortamda kurumsal yönetim önlemlerini gönüllü olarak benimseyen şirketlerin daha yüksek performansa sahip olduğunu ve yatırımcıların koruması yoluyla kendilerine ekstra güvenilirlik sağladığını tespit etmişlerdir.

Bunun dışında, Aggarwal ve Williamson (2006), ABD'de S&P 500, S&P mall cap 600, Russell 3000 ve diğerleri dahil olmak üzere 5.200 şirketi incelemişler. Kullanılan veriler 2001'den 2005'e kadar olan bir dönemi kapsamaktaydı. Veriler, 64 kurumsal yönetim özelliğini içeren bir KYE kullanılarak analiz edilmiştir. Onların bulguları, kurumsal yönetim ile şirket değeri arasında pozitif bir ilişki olduğunu göstermektedir.

Tablo 5.1: Test Edilmiş Hipotezlerin Özeti

Araştırma Sorusu ve Hipotez		Test sonucu
H ₁	Afrika'daki şirketlerin finansal performansı ile kurumsal yönetim arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.	Desteklendi
H ₂	Afrika'da kurumsal yönetim ve finansal performans arasındaki ilişkinin belirlenmesinde tüm kurumsal yönetim alt endeksleri eşit derecede önemlidir.	Desteklendi
H ₃	En iyi uygulamanın kurumsal yönetim tavsiyelerinin gönüllü olarak benimsenmesi, Afrika'daki şirketlerin finansal performansını olumlu yönde etkilemektedir.	Desteklendi
H ₄	Açıklama İlkesi, Afrika'daki kurumsal yönetim tavsiyelerini gönüllü olarak benimsemeyi seçen şirketlerin finansal performansı üzerinde olumlu etkiye sahiptir.	Desteklendi
H ₅	Finans sektöründeki şirketlerin finansal performansları ile kurumsal yönetim arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.	Desteklendi
H ₆	Kurumsal yönetim ile finans sektöründeki şirketlerin finansal performansları arasındaki ilişkinin belirlenmesinde tüm kurumsal yönetim alt endeksleri eşit derecede önemlidir.	Reddedildi

Kaynak: Yazar tarafından oluşturulmuştur.

Amman ve diğerleri (2010) de 2003-2007 dönemini kapsayan 6.663 firma yılı gözlemini kullanarak 22 gelişmiş ülkede kurumsal yönetim ve şirket değerinin etkisini araştırmışlardır. Onlar 64 kurumsal yönetim özelliği içeren bir KYE kullanarak kurumsal yönetimin olumlu olduğunu ve 22 gelişmiş ülkede şirket değeriyle önemli ölçüde etkilendiği sonucuna varmışlardır.

5.3 ÇALIŞMANIN KATKILARI VE KISITLAMALARI

Bu çalışma, çeşitli kurumsal yönetim mekanizmalarının Afrika'nın Ortak Hukuk ülkelerinde kurumsal finansal performans üzerindeki etkisini ilk kez özetleyen entegre bir kavramsal çerçeve sunmaktadır. Hem ülke düzeyinde hem de ülkeler arası düzeyde çeşitli değişkenler analiz edilmiştir. Ancak, yazarın bildiği kadarıyla, bugüne kadar, bu

on üç (13) Ortak Hukuk ülkesinin bu dahili kurumsal yönetim mekanizmalarının bütününe doğrudan ve eşzamanlı olarak karşılaştıran bir çalışma bulunmamaktadır. Bu nedenle, bu çalışma, Afrika ülkeleri gibi gelişmekte olan ülkelerin kurumsal yönetim düzenlemelerinin karşılaştırılmasına ilişkin gelecekteki araştırmalar için bir temel teşkil edecektir. Bu çalışmada, daha önceki çalışmaların çoğunda olduğu gibi bireysel kurumsal yönetim ölçütlerini kullanmak yerine, dört alt endeks ve 50 kurumsal yönetim ölçüsünden oluşan kapsamlı bir kurumsal yönetim endeksi kullanılmaktadır. Dolayısıyla, bu alandaki araştırmacıların sonuç çıkarmasına yardımcı olacaktır. Çalışma, ayrıca kurumsal yönetim ve performans arasındaki ilişki üzerine ampirik literatüre katkıda bulunacaktır.

Bu çalışmanın bulguları, hem CACG, Güney Afrika Ülkesinin King Komitesi hem de Afrika ülkelerinde kurumsal yönetim düzenlemelerini ve uygulamalarını iyileştirmek, kurumsal iflası azaltmak ve azınlık hissedarlarının refahını korumak isteyen diğer kurumsal yönetim düzenleyicileri için önemli bir bilgi kaynağı olabilmektedir. Kurumsal yönetim düzenleyicileri, bu çalışmanın bulgularını kıtada iyileştirmelerin odaklanması gereken alanları önermek için kullanabilirler. Düzenleyiciler, şirketlerin yönetim kurulu komitelerinin önemi, işlevleri ve oluşumu konusunda eğitmeye daha fazla önem vermelidir. Bulgular, Afrika'daki şirketler için, mali tabloların hazırlanmasının yanı sıra, hangi kurumsal yönetim önlemlerinin önceliklendirilmesi gerektiğine karar verme konusunda da yararlıdır. Mevcut ve potansiyel yatırımcılar, Afrika'daki borsada işlem gören şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarını daha iyi anlamak ve böylece daha bilinçli yatırım kararları almak için bu çalışmanın bulgularını kullanabilirler. Bulgular ayrıca, özellikle 1 Ocak 2021'de yürürlüğe giren Afrika Kıtasal Serbest Ticaret Anlaşması'nın (AFCFTA) ardından, Afrika içindeki ve dışındaki yabancı yatırımcıların bilinçli bir yatırım kararı vermelerine yardımcı olacaktır. Bunların yanı sıra, bulgular Afrika'daki şirketleri ve iş ortamı ile ilgili bazı olumsuz varsayımları netleştirmeye de yardımcı olacaktır.

Çalışmanın sınırlılıkları; Afrika hem Ortak Hukuk hem de Medeni Hukuk ülkelerini kapsamaktadır. Bu çalışma sadece Afrika'nın Ortak Hukuk ülkeleri ve 2008/2009 küresel mali krizinden sonraki ve COVID-19 pandemisinin ortaya çıkışından önceki dönemleri ile sınırlıdır. Bu nedenle gelecekte yapılacak çalışmaların Afrika'nın Medeni

Hukuk ülkelerine odaklanması önerilmektedir. Gelecekteki çalışmalarda ayrıca Afrika'daki Ortak Hukuk ve Medeni Hukuk ülkeleri arasında ampirik bir karşılaştırma tavsiye etmekteyiz. Bir diğer sınırlılık, bu çalışmada kullanılan finansal performans ölçütleriyle ilgilidir. Bu çalışmada, muhasebeye dayalı finansal performans ölçütlerinden sadece ikisi kullanılmaktadır: Aktif Kârlılığı (ROA) ve Özkaynak Kârlılığı (ROE). Çalışmada piyasa bazlı performans ölçütleri kullanılmamıştır. Buna göre, kurumsal yönetimin Afrika'daki şirketlerin finansal performansı üzerindeki etkisini ölçmek için gelecekteki çalışmalarda hem muhasebe dayanlı hem de piyasa dayanlı performans ölçütlerinin kullanılması tavsiye edilmektedir. Gelecekteki çalışmaların Covid-19 krizinin Afrika'daki şirketlerin kurumsal yönetimi üzerindeki etkisinin yanı sıra, Covid-19 ekonomik krizi sırasında kurumsal yönetimin Afrika'daki şirketlerin finansal performansı üzerindeki etkisine odaklanması da önerilmektedir.

5.4 ÖNERİLER

Bu çalışmanın bulgularına dayalı olarak aşağıdaki öneriler sunulmuştur:

- 1) Afrika'da kurumsal yönetimi iyileştirme çabaları, Afrika'da zorunlu yasa ve düzenlemelerin belirlenmesine odaklanmalıdır.
- 2) Afrika'da Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne, özellikle yönetim kurulu komitelerine ilişkin hükümlere uyumu zorunlu kılmak için adımlar atılmalı. Analizler sırasında da belirtildiği gibi, şirketlerin çoğunluğunun yönetim kurulu komitelerine ilişkin bazı kurallara uymayı reddettiği görülmektedir.
- 3) Mısır hükümeti, kurumsal yönetim çerçevesini uluslararası kurumsal yönetim standartlarına uygun hale getirmek için gerekli adımları atmalı.
- 4) Mısır'daki yasal ve kurumsal ortam, genel müdür ve Yönetim Kurulu Başkanı pozisyonlarının ayrılmasını zorunlu kılmalıdır. Mısır borsası, Mısır Muhasebe Standartları yerine UFRS'nin kullanılmasını da zorunlu kılmalı.
- 5) Şirketlerin ilgili finansal ve finansal olmayan bilgilerinin zamanında ve şeffaf bir şekilde açıklanması zorunlu olmalıdır. Özellikle, bir şirket finansal performansını iyileştirmek ve buna karşılık hissedarların değerini artırmak istiyorsa, finansal raporlamanın ilgili tüm entegre bilgileri içerecek şekilde sunmasını gerekmektedir.

6) Malavi ve Zambiya'daki kurumsal yönetim düzenleyicileri, şirketlerin en iyi uygulama kurallarına uygunluğunu deneysel olarak doğrulamalı ve ampirik çalışmaları finanse etmelidir. Ayrıca, kurumsal yönetimin ülkelerdeki şirketlerin finansal performansı üzerindeki etkisine ilişkin çalışmaları teşvik etmeli ve uygun olduğunda fon sağlamalıdır.

SONUÇ

Bu çalışma, yukarıdaki bulguların analizinden, Afrika'daki şirketlerin kurumsal yönetim ile finansal performansı arasında önemli bir pozitif ilişki olduğu sonucuna varmaktadır. Yönetim kurulu yapısı ve işlevleri, kurul komitesinin oluşumu ve bağımsızlığı, hissedarların haklarının korunması ve ilgili finansal ve finansal olmayan bilgilerin açıklanması, Afrika'daki kurumsal finansal performansla anlamlı ve önemli ölçüde pozitif ilişkili olduğunu sunmaktadır. Çalışma ayrıca, Afrika'daki şirketler tarafından ilgili bilgilerin şeffaf bir şekilde açıklanmasının, diğer kurumsal yönetim mekanizmalarına kıyasla şirketlerin finansal performansı üzerinde yüksek olumlu etkiye sahip olduğunu ortaya koymaktadır. Çalışma aynı zamanda, Afrika'da kurumsal yönetim uyumluluğunun nispeten yüksek olduğunu tespit etmiştir. İngiltere, ABD, OECD ülkeleri vb. gelişmiş ülkeler ile Afrika ülkeleri arasındaki farklılıklara rağmen gelişmiş ülkelerde geliştirilen kurumsal yönetim yasaları, düzenlemeleri ve tavsiyeleri Afrika piyasalarına uyum sağlamak ve bu ülkelerde olumlu finansal performansa katkı sağlamaktadır.

KAYNAKÇA

- Abor, J. & Fiador, V. (2013). Does corporate governance explain dividend policy in Sub-Saharan Africa? *International Journal of Law and Management* 55(3), 201-225.
- Abubakar, A. & Garba, A. (2018). Gender and Ethnic Diversity of Board Committees and Financial Performance. *Nigerian Journal of Management Review*, 12(1), 62-74
- Abu-Zraiq, M. A. & Fadzil, F. H. (2018)^a. The Impact of Audit Committee Characteristics on Firm Performance: Evidence from Jordan. *Scholar Journal of Applied Sciences and Research*, 1(5), 39-42.
- Abu-Zraiq, M. A. & Fadzil, F. H. (2018)^b. The Impact of Nomination and Remuneration Committee on Corporate Financial Performance. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 22(3), 1-6
- ACGN, (2016). State of Corporate Governance in Africa: Overview of 13 Countries. www.afgn.org (Erişim tarihi: 15 Mart 2017).
- Adekoya, A.A., (2011). “Corporate Governance Reforms in Nigeria: Challenges and Suggested Solutions” *Journal of Business Systems, Governance and Ethics*, 6(1), 38-50.
- Adekunle, S. A. & Aghedo, E. M. (2016). Corporate Governance and Financial Performance of Selected Quoted Companies in Nigeria. *European Journal of Business and Management*, 6(9), 53-60.
- Ademola, O. J., Moses , O. I. & Ucheagwu, C. J. (2015). Corporate Governance and Financial Performance of Selected Manufacturing Companies in Nigeria. *International Journal of Advanced Academic Research* , 2(10), 29-43
- Adeyoka, A. A. (2011). Corporate Governance Reforms in Nigeria: Challenges and Suggested Solutions. *Journal of Business Systems, Governance and Ethics* , 6(1), 38-50.
- Adjasi, C. K. D., & Biekpe, N. B., (2006). Stock Market Development and Economic Growth: The Case of Selected African Countries. Oxford, Blackwell Publishing.
- Afolabi, A., A. (2015). Impact of Institutional Characteristics of Corporate Governance on Corporate Governance System in Sub-Saharan Africa Anglophone Countries (SSAA). *European Journal of Accounting Auditing and Finance Research*, 3(2) 30-69.
- Aggarwal, R. & Williamson, R. (2006), Did new regulations target the relevant corporate governance attributes?, <https://ssrn.com/abstract=859264> (Erişim tarihi: 5 Haziran 2019)
- Agyei-Mensah, B. K. (2017). The relationship between corporate governance, corruption and forward-looking information disclosure: a comparative study. *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society*, 17(2), 284 – 304.
- Agyemang-Mintah, P. (2015). The Nomination Committee and Firm Performance: An Empirical Investigation of UK Financial Institutions During The Pre/Post Financial Crisis. *Corporate Board: Role, Duties & Composition*, 11(3), 176-190

- Ahunwan, B. (2002). Corporate Governance in Nigeria. *Journal of Business Ethics* 37, 269–287.
- Aktan, C.C. (2006). *Kurumsal Şirket Yönetimi*. SPK Kurumsal Araştırmalar Serisi, 196(4), Ankara.
- Aldhamari, R., Nor, M., Boudiab, M. & Mas'ud, A. (2020). The impact of political connection and risk committee on corporate financial performance: evidence from financial firms in Malaysia. *Corporate Governance*, 20(7), 1281-1305
- Ammann, M., Oescha, D., & Schmid M. M. (2011). Corporate Governance and Firm Value: International Evidence. *Journal of Empirical Finance*, 18, 36-55.
- Appiah-Kubi, S., Malec, K., Maitah, M., Kutin, S., Pánková, L., Phiri, j., & Zaganjori, O. (2020). The Impact of Corporate Governance Structures on Foreign Direct Investment: A Case Study of West African Countries. *Sustainability*, 12 1-15.
- Arellano, M., & Bond, S. (1991). Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations. *Review of Economic Studies*, 58, 277–297.
- Arellano, M., & Bover, O. (1995). Another look at the instrumental variable estimation of error-components models. *Journal of Econometrics*, 68, 29–51.
- Balasubramanian, B., Black, B. S., & Khanna, V. (2010). The Relation between Firm-Level Corporate Governance and Market Value: a Study of India. *Law & Economics*, 10, 1-29.
- Armstrong, P. (2003). *Status report on corporate governance reform in Africa*. Johannesburg, South Africa: Pan-African Consultative Forum on Corporate Governance.
- Arora, A. & Bodhanwala, S. (2018). Relationship between Corporate Governance Index and Firm Performance: Indian Evidence. *Global Business Review* 19(3) 675–689.
- Ashraf, S., Félix, E. G. & Serrasqueiro, Z. (2021). Does board committee independence affect financial distress likelihood? A comparison of China with the UK. *Asia Pacific Journal of Management*, <https://doi.org/10.1007/s10490-020-09747-5> (Erişim tarihi: 15 Ağustos 2021)
- Assenga, M. P. (2021)^a. The Effects of Board Structure on the Firm Financial Performance of Tanzanian Listed Firms. *Business Education Journal*, 10(2), 1-12.
- Assenga, M. P. (2021)^b. Foreign directors and firm financial performance: evidence from the Tanzanian listed companies. *Business Education Journal*, 10(1), 1-15.
- Ayogu, M.D., (2001) Corporate Governance in Africa: The Record and Policies for Good Governance. *African Development Bank Research Papers*, 66, 1-21.
- Banda, K. (2013). The Enhancement of Corporate Governance in Zambia through Company Law Reform. <http://41.63.1.5/bitstream/handle/123456789/4958/bandakadidja0001.PDF> (Erişim tarihi: 1 Mayıs 2020)

- Balasubramanian, B., Black, B. S., & Khanna, V. (2010). The Relation between Firm-Level Corporate Governance and Market Value: a Study of India. *Law & Economics*, 10, 1-29.
- Bebchuk, L. A., Cohen, A., & Ferrell, A. (2009). What matters in corporate governance? *Review of Financial Studies*, 22, 783–827.
- Berle, A. ve Means, G., (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. Council for Research in the Social Sciences, New York, Columbia University.
- Biobele, B. S., Igbo, I. E. & John, E. F. (2013). The Significance of International Corporate Governance Disclosure on Financial Reporting in Nigeria. *International Journal of Business and Management*, 8(8) 100-106
- Black, B., Love, I. ve Rachinsky, A. (2006). Corporate governance indices and firm's market values: Time series evidence from Russia. *Emerging Markets Review*, 7(4), 361-379.
- Blundell, R., & Bond, S. (1998). Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of Econometrics*, 87, 115–143.
- Blundell, R., Bond, S. and Windmeijer, F. (2001). Estimation in Dynamic Panel Data Models: Improving on the Performance of the Standard GMM estimators. Available at: <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/90837/1/wp0012.pdf> (Erişim tarihi: 25 Ocak 2021).
- Boamah, K. (2020). Impact of Internal Audit and Corporate Governance Practices on the Performance of State-Owned Enterprises in Namibia. <https://www.ir.cput.ac.za> (Erişim tarihi: 10 Mart 2021)
- Boolaky, P. K. (2007). Corporate Governance in the Financial Services Sector of Small Island Economies: A Case Study of Mauritius. *Corporate Ownership & Control*, 4(3) 266-278.
- Boyacıoğlu, N. (2017). Firma Değeri ve Firma Performansları Üzerinde Kurumsal Yönetimin Rolü: Bist Kurumsal Yönetim Endeksine Kayıtlı Firmalar Üzerinde Bir Uygulama. <https://tez.yok.gov.tr/UlusalTezMerkezi> (Erişim tarihi: 05 Şubat 2020).
- Bushman, R. M. & Smith, J. S. (2003). Transparency, Financial Accounting Information, and Corporate Governance. *Economic Policy Review*, 65-87
- CACG, (1999). CACG Guidelines Principles for Corporate Governance in the Commonwealth. <http://www.edgevantage.com> (Erişim tarihi: 02 Şubat 2021).
- Cadbury, A, (1992): *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*. London, Gee Publishing.
- Carvalho-da-Silva, A. L. & Leal, R.P.C. (2005). Corporate Governance Index, Firm Valuation and Performance in Brazil. *Revista Brasileira de Finanças*, 3(1), 1–18.
- Cheung, Y., Jiang, P., Limpaphayom, P., & Lu, T. (2008). Does corporate governance matter in China? *China Economic Review*, 19, 460–479.

- Chigudu, D. (2018). Corporate governance in Africa's public sector for sustainable development: The task ahead. *The Journal for Transdisciplinary Research in Southern Africa*, 14(1), 2415-2005.
- Chung, L. C., Meador, J. W., & Meador, M. W. (2010). Corporate Governance: Shareholder Rights And Firm Performance. *Journal of Business & Economics Research*, 8(9), 1-12
- Claessens, S. and J.P.H. Fan, (2003): Corporate Governance in Asia: A Survey. *Working Paper*. Available at: SSRN 386481, 2003 - econ.tu.ac.th (accessed 15 September, 2016).
- Claessens, S. (2006). Corporate governance and development. *World Bank Research Observer*, 21, 91–122.
- Claessens, B. & Yurtoglu, B. (2013). Corporate governance in emerging markets: A survey. *Emerging Markets Review*, 15, 1–33.
- Coase, R.H., (1937). The Nature of the Firm. *Economica, New Series*, 4(16), 386-405.
- Cochran, P ve Wartick, S. (1988) Corporate governance: a review of the literature. New Jersey, Financial Executives Research Foundation.
- Deflem, M. (1995). Corruption, law, and justice: A conceptual clarification. *Journal of Criminal Justice*, 23, 243–258.
- Defond, M. L. & Hung, M. (2003). Investor Protection and Corporate Governance: Evidence from Worldwide CEO Turnover. *Journal of Accounting Research*, 42(2), 269-312.
- Doidge, C., Karolyi, G., & Stulz, R. (2007). Why do countries matter so much for corporate governance? *Journal of Financial Economics*, 86, 1-39.
- Donaldson, L. (1990). The ethereal hand: Organizational economics and management theory. *Academy of Management review*, 15(3), 369-81.
- Donaldson, L. ve Davis, J.H. (1991). Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns. *Australian Journal of management*, 16(1), 49-64.
- Donker, H. & Zahir, S. (2008). Towards an impartial and effective corporate governance rating system. *Corporate Governance International Journal of Business in Society*, 8(1), 83-93.
- EIA, (2021). Annual Petroleum and Liquid Production. United State of America. <https://www.eia.gov> (Erişim tarihi: 02 Mart 2021).
- Emmanuel, O. G., Abiodun, S. W. & Dayo, B. (2017). Corporate Governance and Financial Performance of Listed Manufacturing Firms in Nigeria. *Advances in Management*, 16(2), 3-17

- Engel, E., Hayes, R. M., & Wang, X. (2010). Audit committee compensation and the demand for monitoring of the financial reporting process. *Journal of Accounting and Economics*, 49, 136–154.
- Erdoğan, M. (2010). Kurumsal Yönetim Ve Şirket Nakit Tutuşuna Etkisi: Bir Dinamik Panel Veri Analizi. <https://tez.yok.gov.tr/UlusalTezMerkezi> (Erişim tarihi: 05 Şubat 2020).
- Eryazgan, D. (2019) Kurumsal Yönetim Ve Finansal Raporların Zamanında Sunumu: Bist Kurumsal Yönetim Endeksinde Yer Alan İşletmeler Üzerinde Bir İnceleme. <https://tez.yok.gov.tr/UlusalTezMerkezi> (Erişim tarihi: 02 Şubat 2020)
- Espenlaub, S., Goyal, A. & Mohammed, A. (2020). The impact of shareholders and creditors rights on IPO performance: An international study. *The British Accounting Review*, 52, 1-22.
- Fama, E. (1980). Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy* 88 (2), 288–307.
- Fama, E. F. ve Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26, 301–325.
- Ferrero-Ferrero, I., Fernández-Izquierdo, M. A., Muñoz-Torres, M. J., Rivera-Lirio, J. M., León-Soriano, R., & Escrig-Olmedo, E. (2014). *Is Corporate Governance Related to Corporate Social Responsibility? The Case of South Africa*. San Diego, University of California Press.
- Filatotchev, I., Lien, Y. and Piesse, J. (2005). Corporate Governance and Performance in Publicly Listed, Family-Controlled Firms: Evidence from Taiwan. *Asia Pacific Journal of Management*, 22, 257–283.
- Fung, B. (2014). The Demand and Need for Transparency and Disclosure in Corporate Governance. *Universal Journal of Management*, 2(2), 72-80.
- Freeman, R.E. ve Reed, D.L., (1983) Stockholders and Stakeholders: A New Perspective on Corporate Governance. *California Management Review*, 25(3), 88-106.
- Freeman, E. (1984). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall.
- Garay, U. & González, M. (2008). Corporate Governance and Firm Value: The Case of Venezuela. *Corporate Governance an International Review*, 16(3), 193-209.
- Gay, K. (2002). Board theories and governance practices: Agents, stewards and their evolving relationships with stakeholders. *Journal of General Management*, 27 (3), 36-61.
- Gompers, P., Ishii, J., & Metrick, A. (2003). Corporate governance and equity prices. *Quarterly Journal of Economics*, 118, 107–155.
- Greenbury Committee Report. (1995): *Report on Directors Remuneration*. London, Gee Publishing.

- Gstraunthaler, T. (2010). Corporate Governance in South Africa: The Introduction of King III and Reporting Practices at the JSE ALT-X. *Corporate Ownership & Control*, 7(3), 146-154.
- Güçlü, H. (2010) Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirmesi. <https://tez.yok.gov.tr/UlusalTezMerkezi> (Erişim tarihi: 02 Şubat 2020)
- Günel, R. (2018) Kültür Ve Kurumsal Yönetimin Firmaların Gönüllü Bilgi Açıklama Düzeyine Etkisi: Bist Şirketleri Üzerinde Bir Çalışma. <https://tez.yok.gov.tr/UlusalTezMerkezi> (Erişim tarihi: 02 Şubat 2020)
- Hafez, H. M. (2015). Corporate Governance and Financial Performance: An Empirical Study on Egyptian Banks. *Corporate Ownership & Control*, 13(1), 1359-1374.
- Hampel, R. (1998). The Hampel Report on Corporate Governance. London, Gee publishing.
- Hassan, M. (2012). A disclosure index to measure the extent of corporate governance reporting by UAE listed corporations. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 10(1), 4-33.
- Hearn, B., (2011) “The impact of corporate governance measures on the performance of West African IPO firms”. *Emerging Markets Review*, 12, 130–151.
- Herbert, W. E. & Agwor, T. C. (2021). Corporate governance disclosure and corporate performance of Nigerian banks. *Journal of Research in Emerging Markets*, 3(3), 14-36
- Himmelberg, C.P., Hubbard R.G. & Palia, D. (1999). Understanding the Determinants of Managerial Ownership and the Link between Ownership and Performance. *Journal of Financial Economics*, 53(3), 353-384.
- Ibrahim, M., & Abdullahi, B. B. (2019). Corporate Governance and Financial Performance of Listed Non-financial Companies in Nigeria. *American Journal of Business and Society*, 4(3), 80-96.
- Institute of Directors Botswana (2013). Botswana Code of Corporate Governance. Botswana.
- Institute of Directors South Africa (2016). King IV Report on Corporate Governance. Executive Summary of the King Report . Johannesburg: Institute of Directors.
- Jara-Bertin, M., López-Iturriaga, F. J., & López-de-Foronda, O. (2008). The Contest to the Control in European Family Firms: How Other Shareholders Affect Firm Value. *Corporate Governance*, 16(3), 146-159.
- Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323-329.

- Kambobe, C. (2017). Investigating the Causes and Effects of Weak Corporate Governance that Hinder successful performance of African National Development Banks: A Case Study of Development Bank of Zambia. <http://hdl.handle.net/11427/27476> (Erişim tarihi: 02 Şubat 2020).
- Kampanje, B. P. (2012). Independence of Non-executive Directors in Public Limited Companies in Malawi. <http://ssrn.com/abstract=2031174> (Erişim tarihi: 15 Şubat 2021).
- Karaye, A. B. (2014). The Impact of Corporate Governance on the Performance of Listed Companies: The comparison of Nigeria and Turkey. <http://earsiv.cankaya.edu.tr:8080/> (Erişim tarihi: 15 Haziran 2015).
- Karayel, M. (2011). Türkiye’de Kurumsal Ynetmin Dn, Bugn Ve Yarini: İmkb 100 Şirketlerinde Kurumsal Yönetim Derecelendirme alışması. <https://tez.yok.gov.tr/UlusalTezMerkezi> (Erişim tarihi: 02 Şubat 2020).
- Kaufmann, D., Kraay, A. & Mastruzzi, M. (2009). Governance matters VIII: Aggregate and individual governance indicators, 1996-2008 World Bank Policy Research Working Paper No. 4978 Washington, USA, The World Bank.
- Keasey, K., Thompson, S. & Wright, M. (1997). Introduction: the corporate governance problem-competing diagnoses and solutions., United Kingdom, Oxford University.
- Kenya Capital Market Authority (2015). Kenya's Corporate Governance Practices Code, 2015. <https://www.bowmanslaw.com> (Erişim tarihi: 02 Şubat 2020)
- Kiel, G. C. & Nicholson, G. J. (2003). Board Composition and Corporate Performance: how the Australian experience inform contrasting theories of corporate governance. *Corporate Governance An International Review*, 11, 189–205.
- Kılıç, M. (2009). Kurumsal Yönetim ve Derecelendirmesi: Halka Aık Şirketler İçin Talepsiz Kurumsal Yönetim Derecelendirme Model nerisi. <https://tez.yok.gov.tr/UlusalTezMerkezi> (Erişim tarihi: 02 Şubat 2020)
- King Committee on Corporate Governance, (1994). Executive Summary of the King Report . Johannesburg: Institute of Directors.
- King Committee on Corporate Governance, (2002). Executive Summary of the King Report . Johannesburg: Institute of Directors.
- King Committee on Corporate Governance, (2009). Executive Summary of the King Report . Johannesburg: Institute of Directors.
- Kipkoech, S. R. (2016). Audit Committee Size, Experience and Firm Financial Performance. Evidence Nairobi Securities Exchange, Kenya. *Research Journal of Finance and Accounting*, 7(15), 87-95.
- Klapper, L., & Love, I. (2004). Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets. *Journal of Corporate Finance*, 10(5), 703-728.

- Kyereboah-Coleman, A. & Biekpe, N. (2006). The link between corporate governance and performance of the non-traditional export sector: evidence from Ghana. *Corporate Governance: The international journal of business in society*, 6(5), 609-623,
- Kyereboah-Coleman, .A (2007) Relationship Between Corporate Governance and Firm Performance: An African Perspective. scholar.sun.ac.za (Erişim tarihi: 12 Ocak 2014).
- La Porta, R., De-Silanes, F.L., Shleifer, A. ve Vishny, R.W. (1998). Law and Finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113-1155.
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A. ve Vishny, R. (2002). Investor protection and corporate valuation. *Journal of Finance*, 57(3), 1147-1170.
- Leal, R. P. C, & Carvalhal-da-Silva, A. L. (2005). Corporate Governance and Value in Brazil and in Chile. <http://www.iadb.org/res> (Erişim tarihi: 12 Nisan 2020)
- Levent, C. E. (2018). Kurumsal Yönetim Perspektifinde Şeffaflığın Şirket Kârlılık Ve Piyasa Değerine Etkisi. <https://tez.yok.gov.tr/UlusalTezMerkezi> (Erişim tarihi: 02 Şubat 2020).
- Liang, N. & Li, J. (1999). Board Structure and Firm Performance: New Evidence from China's Private Firm. Academy of Management Annual Conference.
- Lincoln, A., & Adedoyin, O. (2012). Corporate Governance and Gender Diversity in Nigerian Boardrooms. *International Journal of Social, Human Science and Engineering*, 6 (11), 3286-3292.
- Lillian, M. M. (2010). The Relationship between Corporate Governance, Ownership Structure and Financial Performance of Insurance Companies in Kenya. erepository.uonbi.ac.ke (Erişim tarihi: 09 Ekim 2021).
- Lupinga, M. A. (2015)^a. A Review of Disclosure Provisions in Malawian Codes of Corporate Governance. *International Journal of Business and Social Science*, 5(1), 246-256.
- Lupinga, M. A. (2015)^b. Integrated Reporting in Developing Countries: Evidence from Malawi. *Journal of Management Research*, 7(3), 130-156.
- Magalla, A. (2018). Corporate Governance and Corporate Social Responsibility Principles as Incorporated in Tanzania, Kenya, and Uganda Corporate Laws. *SSRN Electronic Journal*. doi:10.2139/ssrn.3205573
- Makiwane, T. & Padia, N. (2013). Evaluation of Corporate Integrated Reporting In South Africa Post King III Release South Africa – An Exploratory Enquiry. *Journal of Economic and Financial Sciences*, 6(2), 421-438
- Mangena, M. & Taurigana, V. (2006). Disclosure, Corporate Governance and Foreign Share Ownership on the Zimbabwe Stock Exchange. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 18(2) 53-85.

- Martin, K. G. (2012). Can a Regression model with a Small R-Square be Useful? The Anaysis Factor. <https://theanalysisfactor.com> (Erişim tarihi: 08 Ocak, 2022).
- Masunda, C. (2013). Corporate governance and the financial performance of locally listed companies on the Namibia stock exchange. <https://www.ir.nust.na> (Erişim tarihi: 13, Haziran 2020).
- Maune, A. (2017). The Strong Influence of Sound Corporate Governance on Economic Growth: Evidence from Zimbabwe. *Problems and Perspectives in Management*, 15(2), 445-455.
- Mbekomize, C. J., Wally-Dima, L., & Nametsegang, A. (2019). The Impact of Corporate Governance on Corporate Social Responsibility Disclosures: Evidence from Botswana Stock Exchange. *Research Journal of Finance and Accounting*, 10(20), 50-62.
- Mehadeo, J. D. & Okike, E. (2019). *Corporate Governance in Commonwealth Countries*. United Kingdom, International Centre for Research in Accountability and Governance.
- Melyoki, L. L. (2005). Determinants of Effective Corporate Governance in Tanzania. <https://research.utwente.nl/en/publications/determinants-of-effective-corporate-governance-in-tanzania/fingerprints/> (Erişim tarihi: 19 Mayıs 2019).
- Mollah, S., Al-Farooque, O., & Karim, W. (2012). Ownership Structure, Corporate Governance and Firm Performance: Evidence from an African Emerging Market. *Studies in Economics and Finance*, 29(4), 301 – 319.
- Monks, R. A. G. ve Mino, N., (1995). *Corporate Governance*. United Kingdom Blackwell Publishers Ltd.
- Motshegwa, B., Mooketsane, K. & Bodilenyane, K. (2017). The Slip-Ups of Corporate Governance in Botswana Public Enterprises. <http://hdl.handle.net/10386/1880> (Erişim tarihi: 2 şubat 2021).
- Moyo, N. J. (2016). Corporate Governance - A Critical Analysis of the Effectiveness of Boards of Directors in Public Entities in Zimbabwe. <http://hdl.handle.net/10500/21719> (Erişim tarihi: 27 Haziran 2020).
- Mubwandarikwa, I. (2013). An Exploration of Corporate Governance and Performance of a State-Owned-Enterprise: A Case study of TransNamib in Namibia. <https://www.ir.nust.na> (Erişim tarihi: 13 Haziran 2020).
- Mungly, Y., Babajee, R. B., Maraye, N. P. & Seetah, K. (2016). A Study on Corporate Governance and Value Relevance of Accounting Information: Evidence from Listed Companies in Mauritius. *Proceedings of the Fifth Asia-Pacific Conference on Global Business, Economics, Finance and Social Sciences (API6Mauritius Conference) Port Louis, Mauritius*, Paper ID: M629. Available at: www.globalbizresearch.org (Erişim tarihi: 05 Şubat 2020).

- Munisi, G. & Randøy, T. (2013). Corporate governance and company performance across Sub-Saharan African countries. *Journal of Economics and Business* 70, 92– 110.
- Mupangavanhu, B. M. (2021). Banking Crises in South Africa: Some Lessons for Corporate Governance and the Regulation of Banks. *Interdisciplinary Journal of Economics and Business Law*, 10, Special Issue, 33-63
- Musah, A. & Adutwumwa, M. Y. (2021). The effect of corporate governance on financial performance of rural banks in Ghana. *International Journal of Financial, Accounting, and Management*, 2(4), 305-319.
- Musali, M. E., (2010).Corporate Governance in Uganda. <http://ssrn.com/abstract=1599490> (Erişim tarihi: 15 Nisan 2021).
- Nalukenge, I., Tauringana, V., Ntayi, J. M. (2017). Corporate Governance and Internal Controls over Financial Reporting in Ugandan MFIS. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 7(3), 294-317.
- Naseem, M. A., Xiaoming, S., Riaz S. and Rehman, R. U. (2017). Board Attributes and Financial Performance: The Evidence From an Emerging Economy. *The Journal of Developing Areas*, 51(3) 282-297.
- Ndikwe, T. K. & Owino, E. O. (2016). Corporate Governance and Financial Performance of Public Schools in Kenya. *Journal of Business Studies Quarterly*, 8(1), 157-173.
- Nganga, S., Jain, V. & Artivor, M. (2003). Corporate governance in Africa: A survey of publicly listed companies. London, UK: London Business School.
- Ngwenya, S. (2014). Corporate Governance and Performance of Listed Commercial Banks in South Africa. *Corporate Ownership & Control*, 11(2), 677-687.
- Nicolo, L., Laeven, L. and Ueda, K. (2008). Corporate governance quality: Trends and real effect. *Journal of Financial Intermediation*, 17, 198–228.
- Ntim, C.G., (2009). Internal Corporate Governance Structures and Firm Financial Performance: Evidence from South African Listed Firms. <http://theses.gla.ac.uk/1282/> (Erişim tarihi: 23 Mart 2017).
- Ntim, C. G., Opong, K. K., Danbolt, J., & Thomas, D. A. (2011). Voluntary Corporate Governance Disclosures by Post-Apartheid South African Corporations. *Journal of Applied Accounting Research*, 13, (2), 122-144.
- Ntim, C. G. (2013). An Integrated Corporate Governance Framework and Financial Performance in South African-Listed Corporations. *South African Journal of Economics*, 81(3), 373-392.
- Ntim, C.G., Opong, K.K., Danbolt, J. & Thomas, D.A. (2011). Voluntary Corporate Governance Disclosures by Post-Apartheid South African Corporations. *Journal of Applied Accounting Research*, 13, (2), 122-144.

- OECD. (1999). OECD principles of corporate governance. Paris: OECD.
- OECD. (2004). OECD principles of corporate governance. Paris: OECD.
- OECD. (2015). OECD principles of corporate governance. Paris: OECD.
- Ogbechie, C. (2012). Key Determinants of Effective Boards of Directors - Evidence from Nigeria. bura.brunel.ac.uk (Erişim tarihi: 16 Mart 2014).
- Okeahalam, C. C. & Akinboade, A. A. (2003). A Review of Corporate Governance in Africa: Literature, Issues and Challenges. Global Corporate Governance Forum 15 June 2003.
- Okeahalam, C.C., (2004). Corporate governance and disclosure in Africa: Issues and challenges. *Journal of Financial Regulation and Compliance*, 12(4), 359–370
- Okpara, J. O. (2011). Corporate governance in a developing economy: Barriers, issues, and implications for firms. *Corporate Governance*, 11, 184-199.
- Oman, C.P. (2001). Corporate Governance and National Development. Paris, OECD Publishing.
- Orlitzky, M., Schmidt, F. L. & Rynes, S. L. (2003). Corporate Social and Financial Performance: A Meta-analysis. *Organization Studies* 24(3), 403–441.
- Oso, L. & Semiu, B. (2012). The Concept and Practice of Corporate Governance in Nigeria: The Need for Public Relations and Effective Corporate Communication. *Journal of Communication*, 3(1), 1-16.
- Otieno, K., Mugo, R., Njeje, D., & Kimathi, A. (2015). Effect of Corporate Governance on Financial Performance of SACCOS in Kenya. *Research Journal of Finance and Accounting*, 6(2), 48-58
- Oudat, M. S., Ali, B. J. & Qeshta, M. H. (2021). Financial Performance and Audit Committee Characteristics: An Empirical Study on Bahrain Services Sector. *Journal of Contemporary Issues in Business and Government*, 27(2), 4277-4288.
- Owiredu, A. & Kwakye, M. (2020). The Effect of Corporate Governance on Financial Performance of Commercial Banks in Ghana. *International Journal of Business and Social Science*, 11(5) 18-27
- Padachi, K., Urdhin H. R., & Ramen M. (2016). Assessing Corporate Governance Practices of Mauritian. *International Journal of Accounting and Financial Reporting* , 6(1) 38-71.
- Panah, J. S., Saeidi, P. & Boroumand, R. (2015). Relationship between Corporate Governance and Firm Performance. *International Journal of Advanced Studies in Humanities and Social Science*, 4(2), 102-117.

- Paul, G. D., Ebelechukwu, E. C. & Yakubu, S. (2015). Impact of Corporate Governance on Financial Performance of Microfinance Banks in North Central Nigeria. *International Journal of Humanities Social Sciences and Education*, 2(1), 153-170
- Pfeffer, J. and Salancik, G. R. (1978). *The External Control of Organizations: A Resource Dependence Perspective*. New York: Harper and Row.
- Priya K. & Nimalathasan B. (2013). Board of directors' characteristics and financial performance: a case study of selected hotels and restaurants in Sri Lanka. *Merit Research Journal of Accounting, Auditing, Economics and Finance*, 1(2), 018-025.
- PWC, (2017). 2016 Africa Capital Markets Watch. Price water house Coopers Available at: www.pwc.co.za/capitalmarketswatch (Erişim tarihi: 07 Aralık 2018).
- Ranti, U. O. (2011). Corporate Governance and Financial Performance of Banks: A Study of Listed Banks in Nigeria, <https://www.academia.edu/29350735> (Erişim tarihi: 17 Şubat 2014).
- Reese, W. A., & Weisbach, M. S. (2002). Protection of minority shareholder interests, cross-listings in the United States, and subsequent equity offerings. *Journal of Financial Economics*, 66, 65–104.
- Renders, A., Gaeremynck, A., & Sercu, P., (2010). Corporate-Governance Ratings and Company Performance: A Cross-European Study. *Corporate Governance: An International Review*, 18(2), 87–106.
- Roberts, M. R., & Whited, T. M. (2011). Endogeneity in empirical corporate finance. <http://ssrn.com/abstract=1748604v> (Erişim tarihi: 22 Eylül 2019).
- Roffia, P., Simón-Moya, V. & García, J. S. (2021). Board of director attributes: effects on financial performance in SMEs. *International Entrepreneurship and Management Journal*, available at: <https://doi.org/10.1007/s11365-020-00715-5>
- Rogers, M. (2008). Corporate Governance and Financial Performance of Selected Commercial Banks in Uganda. <http://www.crrconference.org> (Erişim tarihi: 31 Mayıs 2019).
- Roodman, D. (2009). How to do xtabond2: An introduction to difference and system GMM in Stata. *Stata Journal*, 9, 86–136
- Rhoades, L. D., Rechner, L. P. and Sundaramurty, C. (2000). Board Composition and Financial Performance: A Meta- Analysis of the Influence of outside Directors. *Journal of managerial issues*, 12(1), 76-91.
- Rossouw, G. (2005). Business Ethics and Corporate Governance in Africa. *Business & Society*, 44(1), 94-106.
- Sağlam, M. (2018) Kurumsal Yönetim İlkeleri'nin Ve Mali Performans Göstergelerinin Kobi'lerin Performansına Etkisi: Bist Üzerine Bir Uygulama. <https://tez.yok.gov.tr/UlusalTezMerkezi> (Erişim tarihi: 02 Şubat 2020).

- Samaha, K., Dahawy, K., Hussainey, K., & Stapleton, P. (2012). The extent of corporate governance disclosure and its determinants in a developing market: The case of Egypt. *Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting*, 28, 168-178.
- Sanda, A., Mikailu, A. & Garba, T. (2005). Corporate governance mechanisms and firm financial performance in Nigeria. African Economic Research Consortium.
- Sandada, M., Manzanga, N. & Shamhuyenzva, R. (2015). How Do Board Characteristics Influence Business Performance? Evidence from Non-life Insurance Firms in Zimbabwe. *Economica*, 11(4), 103-116.
- Sarbanes-Oxley Act (2002). Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act. United States Public Law 107–204.
- Sathyamoorthi, C. R., Baliyan, P., Dzimiri, M., & Wally-Dima, L. (2017). The Impact of Corporate Governance on Financial Performance: The Case of Listed Companies in the Consumer Services Sector in Botswana. *Advances in Social Sciences Research Journal*, (422) 63-77.
- Sathyamoorthi, C. R., Mbekomize, C. J., Mapharing, M., & Selinkie, P. (2017). The Impact of Corporate Governance on Working Capital Management Efficiency: Evidence from the Listed Companies in the Consumer Services Sector in Botswana. *International Journal of Economics and Finance*, 10(12), 135-149.
- Say, S. (2019). Kurumsal Yönetimin Firma Performansı Üzerindeki Etkisi: Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksinde Bir Uygulama. <https://tez.yok.gov.tr/UlusalTezMerkezi> (Erişim tarihi: 02 Şubat 2020).
- Şener, I. ve Elçi, M. (2009). Board Composition of Turkish Listed Companies: Is There Any Difference Between Industries? *Journal of Global Strategic Management*, 06-09.
- Şener, I. & Karaye A. B. (2014). Board Composition and Gender Diversity: Comparison of Turkish and Nigerian listed Companies. *Social and Behavioral Sciences*, 150, 1002–1011.
- Şener İ & Karaye A. B. (2015). The Effect of Ownership Concentration and Board Committees on Financial Performance: Evidence from Turkish and Nigerian Listed Companies. *ICAN journal of Accounting and Finance*, 118-135.
- Shafuda, C. P. (2020). Corporate Governance of SOEs and Compliance With the SOE Governance Act in Namibia: A Survey Analysis. *Journal of Public Administration and Governance*, 10(4), 219-249.
- Shahwan, T. M. (2015). The Effects of Corporate Governance on Financial Performance and Financial Distress: Evidence from Egypt. *Corporate Governance*, 15 (5) 641-662.
- Shen, C. & Chih, C. (2007). Earnings Management and Corporate Governance in Asia's Emerging Markets. *Corporate Governance*, 15(5), 1000-1021.

- Shifidi, S. K. (2014). Evaluation Of Corporate Governance In State-Owned Enterprises In Namibia. <https://scholar.sun.ac.za> (Erişim tarihi: 19 Mayıs 2019)
- Shikaputo, M., Burton, B., & Dunne, T. (2017). The Nature and Potential of Corporate Governance in Developing Countries: Zambian Perceptions. *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 30(6), 1257-1287.
- Shleifer, A., ve Vishny, R.W., (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance* 52, 737-783.
- Shungu, P., Ngirande, H. & Ndlovu, G. (2014). Impact of Corporate Governance on the Performance of Commercial Banks in Zimbabwe. *Mediterranean Journal of Social Sciences*, 5(5), 93-105
- Sibindi, A. B. (2015). Corporate Governance Practices of the Insurance Industry in South Africa. *Corporate Ownership & Control*, 12(2), 426-434
- Soud, N. S. & Aypek, N. (2020). Impact of Corporate Governance on Banks Efficiency Using Value Added Approach: The Case From Tanzania. *International Journal of Economics, Commerce and Management*, 8(12), 1-13.
- Sönmez, A. R. (2019) Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Çalışma Sermayesi Yönetimine Etkisi: Bist İmalat Şirketlerinde Bir Uygulama. <https://tez.yok.gov.tr/UlusalTezMerkezi> (Erişim tarihi: 02 Şubat 2020).
- Soujata, R. (2018). An Assessment of Good Corporate Governance in State Owned Enterprises of Mauritius. *Studies in Business and Economics*, 13(1), 166-180.
- Sunday, O. K. (2008). Corporate Governance and Firm Performance: The Case of Nigerian Listed Firms. *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*, 1450-2275.
- Swai, J. P. (2016). The Impact of Corporate Governance and Firm-Specific Characteristics on Earnings Management: Evidence from East Africa. *Research Journal of Finance and Accounting*, 7(8), 139-156.
- Tauringana, V. & Chithambo, L. (2016). Determinants of risk disclosure compliance in Malawi: a mixed-method approach. *Journal of Accounting in Emerging Economies*, 6(2), 111-137.
- Tshipa, J., Brummer, L. M., Wolmarans, H., & Toit, E. (2018). The effect of industry nuances on the relationship between corporate governance and financial performance: Evidence from South African listed companies. *South African Journal of Economic and Management Sciences*, 21(1), 1-18.
- Tsumba, L.L. (2001). Corporate Governance Country Case Experience - Perspectives and Practices: Zimbabwe. Zimbabwe, Longman Publishers.
- Turnacıgil, S. (2018). Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Hisse Senedi Getirisi Üzerine Etkisi: Bist'de Bir Araştırma. <https://tez.yok.gov.tr/UlusalTezMerkezi> (Erişim tarihi: 02 Şubat 2020)

- Vaugh, M. & Ryan, L. V. (2006). Corporate Governance in South Africa: a bellwether for the continent? *Corporate Governance*, 14(5), 504-512.
- Wakaisuka-Isingoma, J., Aduda, J., Wainaina, G. & Nwangi, C. I. (2016). Corporate Governance, Firm Characteristics, External Environment and Performance of Financial Institutions in Uganda: A Review of Literature. *Cogent Business & Management*, 3, 1-14.
- Waleed, A. (2014). Corporate governance, voluntary disclosure and financial performance: an empirical analysis of Saudi listed firms using a mixed-methods research design. <https://ethos.bl.uk/OrderDetails.do?uin=uk.bl.ethos.616431> (Erişim tarihi: 03 Aralık 2020)
- Wanyama, S., Burton, B. & helliar, C. (2009). Frameworks Underpinning Corporate Governance: Evidence on Ugandan Perceptions. *Corporate Governance: An International Review*, 2009, 17(2), 159–175
- Wanyama, S., Burton, B. & helliar, C. (2013). Stakeholders, accountability and the theory-practice gap in developing nations' corporate governance systems: evidence from Uganda. *Corporate Governance*, 13 (1), 18-38.
- Waweru, N. & Uliana, E . (2005). Predictors of management accounting change in South Africa: Evidence from five retail companies. *South African Journal of Accounting Research*, 19(1), 37-71.
- Waweru, N. (2014). Determinants of quality corporate governance in Sub-Saharan Africa: Evidence from Kenya and South Africa. *Managerial Auditing Journal*, 29(5), 35-45.
- Waweru, N., Mangena, M. & Riro, G. (2019). Corporate governance and corporate internet reporting in sub-Saharan Africa: the case of Kenya and Tanzania. *Corporate Governance*, 19 (4) 751-773.
- Weimer, J. & Pape, J., (1999). A Taxonomy of Systems of Corporate Governance. *Corporate Governance: An International Review*, 7(2), 152-166.
- Westham, H. (2009). Corporate Governance in European Banks. <https://helda.helsinki.fi/> (Erişim tarihi: 17 Şubat 2018).
- Wintoki, M. B., Linck, J. S., & Netter, J. M. (2012). Endogeneity and the dynamics of internal corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 105, 581–606.
- Wooldridge, Jeffrey (2001), *Econometric Analysis of Cross-Section and Panel Data*. Cambridge, Massachusetts, The MIT Press.
- World Bank, (2021) <https://www.dataworldbank.org/country/> (Erişim tarihi: 08 Ocak, 2022)

Yeğen, S. (2016) Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Derecesi İle Firma Performansı Arasındaki İlişkinin İncelenmesi. <https://tez.yok.gov.tr/UlusalTezMerkezi> (Erişim tarihi: 02 Şubat 2020)

Zahra, A. S., & Pearce, J. A. (1989). Boards Of Directors And Corporate Financial Performance: A Review and Integrative Model. *Journal of Management*, 15(2) 291-334

Zvavahera, G. & Ndoda, G. R. (2014). Corporate governance and ethical behaviour: The case of the Zimbabwe Broadcasting Corporation. *Journal of Academic and Business Ethics*, 9, 1-8

EKLER

EK 1: Örneklenen Şirketlerin Detaylı Listesi

No	Şirketin adı	Sektör	Ülke	Bölge
1	A-Cap Energy Limited	Madencilik	Botsvana	Güney Afrika
2	African Energy Resources Limited	Enerji	Botsvana	Güney Afrika
3	Anglo American Plc.	Madencilik	Botsvana	Güney Afrika
4	Barclays Bank of Botswana Limited	Finans	Botsvana	Güney Afrika
5	Seed Co International Limited	Tarım	Botsvana	Güney Afrika
6	Botswana Insurance Holdings Limited	Finans	Botsvana	Güney Afrika
7	Chobe Holdings Limited	Turizm	Botsvana	Güney Afrika
8	Choppies Enterprises Limited	Perakende satış	Botsvana	Güney Afrika
9	Cresta Marakanelo Limited	Turizm	Botsvana	Güney Afrika
10	Engen Botswana Limited	Enerji	Botsvana	Güney Afrika
11	Sechaba Brewery Holdings Limited	İmalat	Botsvana	Güney Afrika
12	G4S Botswana Limited	Hizmet	Botsvana	Güney Afrika
13	Arabian Cement Company	İnşaat	Mısır	Kuzey Afrika
14	Lecico Egypt	İnşaat	Mısır	Kuzey Afrika
15	Suez Cement	İnşaat	Mısır	Kuzey Afrika
16	Egyptian Transport	Ulaşım	Mısır	Kuzey Afrika
17	United Arab Shipping	Ulaşım	Mısır	Kuzey Afrika
18	Juhayna Food Industries	Tarım	Mısır	Kuzey Afrika
19	Cairo Poultry	Tarım	Mısır	Kuzey Afrika
20	Raya Contact Center	İletişim	Mısır	Kuzey Afrika

21	Glaxo Smith Kline	Sağlık	Mısır	Kuzey Afrika
22	GB AUTO	İmalat	Mısır	Kuzey Afrika
23	Oriental Weavers	İmalat	Mısır	Kuzey Afrika
24	Egyptian for Tourism Resorts	Turizm	Mısır	Kuzey Afrika
25	Ghana Oil Company Limited	Enerji	Gana	Batı Afrika
26	Total Ghana Limited	Enerji	Gana	Batı Afrika
27	Tullow Oil Plc.	Enerji	Gana	Batı Afrika
28	Camelot Ghana Limited	İmalat	Gana	Batı Afrika
29	Fan Milk Limited	İmalat	Gana	Batı Afrika
30	PZ Cussons Ghana Limited	Perakande satış	Gana	Batı Afrika
31	Produce Buying Company Limited	Tarım	Gana	Batı Afrika
32	Scancom plc (MTN)	İletişim	Gana	Batı Afrika
33	AngloGold Ashanti Limited	Madencilik	Gana	Batı Afrika
34	Golden Star Resources Limited	Madencilik	Gana	Batı Afrika
35	Aluworks Limited	Hizmet	Gana	Batı Afrika
36	Mechanical Lloyd Company Limited	Hizmet	Gana	Batı Afrika
37	Bamburi Cement Limited	İnşaat	Kenya	Doğu Afrika
38	BOC Kenya Limited	Energy	Kenya	Doğu Afrika
39	KenGen Limited	Energy	Kenya	Doğu Afrika
40	Car & General Limited	Hizmet	Kenya	Doğu Afrika
41	E.A. Cables Limited	İnşaat	Kenya	Doğu Afrika
42	Eveready East Africa Limited	İmalat	Kenya	Doğu Afrika

43	Kakuzi Limited	Tarım	Kenya	Doğu Afrika
44	Kenya Orchards Plc.	Perakande satış	Kenya	Doğu Afrika
45	Safaricom Limited	İletişim	Kenya	Doğu Afrika
46	Unga Group Limited	Tarım	Kenya	Doğu Afrika
47	Express Limited	Ulaşım	Kenya	Doğu Afrika
48	TPS Eastern Africa (Serena) Limited	Turizm	Kenya	Doğu Afrika
49	Illovo Sugar Limited	Tarım	Malavi	Güney Afrika
50	Press Corporation Limited	İmalat	Malavi	Güney Afrika
51	Sunbird Tourism Limited	Turizm	Malavi	Güney Afrika
52	Telekom Networks Malawi Limited	İletişim	Malavi	Güney Afrika
53	FMB capital Holdings	Finans	Malavi	Güney Afrika
54	National Bank of Malawi	Finans	Malavi	Güney Afrika
55	NBS Bank Limited	Finans	Malavi	Güney Afrika
56	NICO Holdings Limited	Finans	Malavi	Güney Afrika
57	National Investment Trust plc.	Finans	Malavi	Güney Afrika
58	Old Mutual ltd	Finans	Malavi	Güney Afrika
59	Standard Bank Malawi Limited	Finans	Malavi	Güney Afrika
60	MPICO limited	İnşaat	Malavi	Güney Afrika
61	ABC Banking Corporation Limited	Finans	Morityus	Doğu Afrika
62	Air Mauritius Limited	Ulaşım	Morityus	Doğu Afrika
63	Alteo Limited	Enerji	Morityus	Doğu Afrika
64	Automatic System Limited	Turizm	Morityus	Doğu Afrika

65	Bychemex Limited	İmalat	Morityus	Doğu Afrika
66	Caudan Development Limited	İnşaat	Morityus	Doğu Afrika
67	C-Care Limited	Sağlık	Morityus	Doğu Afrika
68	ENL Land Limited	Tarım	Morityus	Doğu Afrika
69	Excelsior United Development Co.	Perakande satış	Morityus	Doğu Afrika
70	Gamma Civic Limited	İnşaat	Morityus	Doğu Afrika
71	Rogers And Company Limited	Ulaşım	Morityus	Doğu Afrika
72	Terra Mauricia Limited	Tarım	Morityus	Doğu Afrika
73	Afrox Limited	İmalat	Namibya	Güney Afrika
74	Bannerman Resources	Madencilik	Namibya	Güney Afrika
75	Barloworld Limited	Ulaşım	Namibya	Güney Afrika
76	Capricorn Investment	Finans	Namibya	Güney Afrika
77	Nictus Holdings Limited	Perakande satış	Namibya	Güney Afrika
78	Namibia Breweries	İmalat	Namibya	Güney Afrika
79	Oceana Group Limited	İmalat	Namibya	Güney Afrika
80	Deep Yellow Limited	Madencilik	Namibya	Güney Afrika
81	Shoprite Holdings Limited	Perakande satış	Namibya	Güney Afrika
82	Trustworths International Limited	Perakande satış	Namibya	Güney Afrika
83	Celsius Resource Limited	Madencilik	Namibya	Güney Afrika
84	Namibia Asset Management Limited	Finans	Namibya	Güney Afrika
85	Berger Paints Plc.	İnşaat	Nijerya	Batı Afrika
86	Fidson Healthcare Limited	Sağlık	Nijerya	Batı Afrika

87	May & Baker Nigeria Plc.	Sağlık	Nijerya	Batı Afrika
88	Neimeth International Pharmacy Plc.	Sağlık	Nijerya	Batı Afrika
89	Pharma-Deko Plc.	Sağlık	Nijerya	Batı Afrika
90	Okomu Palm Oil Plc.	Tarım	Nijerya	Batı Afrika
91	Japaul & Maritime Services	Enerji	Nijerya	Batı Afrika
92	Chams Plc.	İletişim	Nijerya	Batı Afrika
93	Red Star Express Plc.	Hizmet	Nijerya	Batı Afrika
94	Capital Hotels	Turizm	Nijerya	Batı Afrika
95	Nigerian Aviation Handling Co. Plc.	Ulaşım	Nijerya	Batı Afrika
96	Nigerian Enamelware Company Plc.	Perakande satış	Nijerya	Batı Afrika
97	Accéntuate Limited	İmalat	G.A Ülkesi	Güney Afrika
98	Adcock Ingram Holdings	Sağlık	G.A Ülkesi	Güney Afrika
99	Adcorp Holdings Limited	Hizmet	G.A Ülkesi	Güney Afrika
100	African Rainbow Minerals Limited	Madencilik	G.A Ülkesi	Güney Afrika
101	Calgro M3 Holdings Limited	İnşaat	G.A Ülkesi	Güney Afrika
102	Cashbuild Limited	Perakande satış	G.A Ülkesi	Güney Afrika
103	Caxton CTP Publishers & Printers	İletişim	G.A Ülkesi	Güney Afrika
104	Clientele Limited	Finans	G.A Ülkesi	Güney Afrika
105	Comair Limited	Ulaşım	G.A Ülkesi	Güney Afrika
106	Exxaro Resources Limited	Enerji	G.A Ülkesi	Güney Afrika
107	Grand Parade Investments Limited	Turizm	G.A Ülkesi	Güney Afrika
108	Tongaat Hulett Limited	Tarım	G.A Ülkesi	Güney Afrika

109	Acacia Mining plc.	Madencilik	Tanzanya	Doğu Afrika
110	Nation Media Group	İletişim	Tanzanya	Doğu Afrika
111	Vodacom Tanzania Limited	İletişim	Tanzanya	Doğu Afrika
112	Precision Air Services Plc.	Ulaşım	Tanzanya	Doğu Afrika
113	Swissport Tanzania Plc.	Ulaşım	Tanzanya	Doğu Afrika
114	Swala Oil and Gas (Tanzania) Plc.	Enerji	Tanzanya	Doğu Afrika
115	Tol Gases Limited	Enerji	Tanzanya	Doğu Afrika
116	Tanga Cement Company Plc.	İnşaat	Tanzanya	Doğu Afrika
117	Tanzania Breweries Limited	İmalat	Tanzanya	Doğu Afrika
118	TATEPA Limited	Tarım	Tanzanya	Doğu Afrika
119	Tanzania Cigarette Company Limited	Tarım	Tanzanya	Doğu Afrika
120	Tanzania Portland Cement Company	İnşaat	Tanzanya	Doğu Afrika
121	Bank of Baroda Uganda Limited	Finans	Uganda	Doğu Afrika
122	Development Finance Co. of Uganda	Finans	Uganda	Doğu Afrika
123	Jubilee Holdings Limited	Finans	Uganda	Doğu Afrika
124	Kenya Commercial Bank Limited	Finans	Uganda	Doğu Afrika
125	National Insurance Corporation	Finans	Uganda	Doğu Afrika
126	East African Breweries Limited	İmalat	Uganda	Doğu Afrika
127	New Vision Printing & Publishing Co	İmalat	Uganda	Doğu Afrika
128	Centum Investment Co. Limited	Finans	Uganda	Doğu Afrika
129	Uganda Stock Exchange	Finans	Uganda	Doğu Afrika
130	Umeme Limited	Enerji	Uganda	Doğu Afrika

131	Kenya Airways Limited	Ulaşım	Uganda	Doğu Afrika
132	Uganda Clays Limited	İnşaat	Uganda	Doğu Afrika
133	AEL Mining Services Zambia Plc.	Madencilik	Zambiya	Güney Afrika
134	Airtel Networks Zambia Plc.	İletişim	Zambiya	Güney Afrika
135	British American Tobacco Zambia	Tarım	Zambiya	Güney Afrika
136	Zambia National Commercial Bank	Finans	Zambiya	Güney Afrika
137	Copperbelt Energy Corporation Plc.	Enerji	Zambiya	Güney Afrika
138	Lafarge Africa Plc.	İnşaat	Zambiya	Güney Afrika
139	Metal Fabricators of Zambia Plc.	Hizmet	Zambiya	Güney Afrika
140	National Breweries Plc.	İmalat	Zambiya	Güney Afrika
141	Taj Pamodzi Hotels Plc.	Turizm	Zambiya	Güney Afrika
142	Puma Energy Zambia plc.	Enerji	Zambiya	Güney Afrika
143	Real Estate Investments Zambia Plc.	İnşaat	Zambiya	Güney Afrika
144	Prima Reinsurance Plc.	Finans	Zambiya	Güney Afrika
145	African Distillers Limited	İmalat	Zimbabve	Güney Afrika
146	African Sun Limited	Turizm	Zimbabve	Güney Afrika
147	Ariston Holdings Limited	Tarım	Zimbabve	Güney Afrika
148	Bindura Nickel Corporation Limited	Madencilik	Zimbabve	Güney Afrika
149	CAFCA Limited	İmalat	Zimbabve	Güney Afrika
150	CBZ Holdings Limited	Finans	Zimbabve	Güney Afrika
151	Dawn Properties Limited	İnşaat	Zimbabve	Güney Afrika
152	Econet Wireless Zimbabwe Limited	İletişim	Zimbabve	Güney Afrika

153	Medtech Holdings Limited	Sağlık	Zimbabve	Güney Afrika
154	Masimba Holdings Limited	İnşaat	Zimbabve	Güney Afrika
155	CFI Holdings Limited	Tarım	Zimbabve	Güney Afrika
156	FBC Holdings Limited	Finans	Zimbabve	Güney Afrika

