

**T.C.
GAZİ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
FİNANSMAN BİLİM DALI**

**KURUMSAL YÖNETİM,
SERMAYE PİYASALARINDAKİ ÖLÇÜLEBİLİR ETKİLERİ
VE
BİR UYGULAMA**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

HAZIRLAYAN

Can Mert SIVACIOĞLU

TEZ DANIŞMANI

Yrd. Doç. Dr. Yıldız AYANOĞLU

Ankara-2008

**T.C.
GAZİ ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANABİLİM DALI
FİNANSMAN BİLİM DALI**

**KURUMSAL YÖNETİM,
SERMAYE PİYASALARINDAKİ ÖLÇÜLEBİLİR ETKİLERİ
VE
BİR UYGULAMA**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

HAZIRLAYAN

Can Mert SIVACIOĞLU

TEZ DANIŞMANI

Yrd. Doç. Dr. Yıldız AYANOĞLU

Ankara-2008

ONAY

Can Mert SIVACIOĞLU tarafından hazırlanan “Kurumsal Yönetim, Sermaye Piyasalarındaki Ölçülebilir Etkileri ve Bir Uygulama” başlıklı bu çalışma, 25.09.2008 tarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda oybirliği ile başarılı bulunarak jürimiz tarafından İşletme Anabilim/Finansman Bilim dalında Yüksek Lisans tezi olarak kabul edilmiştir.

Doç. Dr. Beyhan Marşap (Başkan)

Yrd. Doç. Dr. Yıldız Ayanoğlu

Doç. Dr. Figen Ayıkoğlu Zaif

ÖNSÖZ

Sanayi devrimi sırasında, demiryolu şirketlerinin ihtiyaç duydukları sermayeyi bireylerden kâr payı karşılığında elde etmeleri ile ortaya çıkıp yaygınlaşan halka açık anonim ortaklıklar, günümüzde bireysel yatırımcılardan devletlere kadar, ilişkili oldukları tarafların çeşitliliği ve sağladıkları katma değer in yüksekliği nedeni ile ekonomilerin dinamosu durumundadırlar. Hızla değişen koşullar, artan beklentiler ve şirketlerin yönetimlerinde gözlenen suiistimaller sonucunda ise, itici güç durumundaki halka açık anonim şirketlerin yönetim biçimleri sorgulanır olmuştur. İletişimin hızlı ve ucuz hale gelmesi de ilişkili tüm tarafların anonim şirket yönetimlerini izlemelerini kolaylaştırmakta ve değişen tüm koşullar, tarafların beklentilerini artırmaktadır. Değişen ve giderek artan rekabet koşulları, sürdürülebilir büyümenin sağlanması için gereken yatırım maliyetleri ve artan toplum baskısı sonucunda şirketler, yönetim sistemati klerini daha güven uyandıran bir çizgiye kaydırmak zorunda kalmaktadırlar. Bu değişim ise, klâsik yönetim anlayışından sıyrılıp kurumsal yönetim anlayışının benimsenmesi şeklinde gerçekleşmektedir.

Toplumsal demokrasinin halka açık anonim şirketlerdeki alt boyutu olarak değerlendirilebilecek kurumsal yönetim, bu çalışmada, ilişkili tarafların adalet, güven, eşitlik ve sorumluluk çerçevesinde geliştirilecek uygulamalardan optimal şekilde faydalanmasını sağlayan bir yöntem olarak kapsamlı bir biçimde irdelenmiştir.

Bu tezin hazırlanması sırasında, esirgemediği ilgisi, hoşgörüsü ve kılavuzluğu nedeni ile tez danışmanım ve değerli hocam Yrd. Doç. Dr. Yıldız AYANOĞLU'na;

Uygulama bölümünün tamamlanması sırasındaki çok önemli katkısı ve yardımlarından dolayı kıymetli hocam Yrd. Doç. Dr. Murat ATAN'a;

Tezimin hazırlık, yazım ve tamamlanma aşamalarının tümündeki profesyonel desteği, önerileri ve sağladığı motivasyon nedeni ile özellikle babam Atom Aydın SIVACIOĞLU'na ve aileme teşekkürü borç bilirim.

Can Mert SIVACIOĞLU

İÇİNDEKİLER

ÖNSÖZ.....	i
İÇİNDEKİLER.....	iii
SİMGELER VE KISALTMALAR.....	vi
TABLolar.....	ix
ŞEKİLLER.....	xi
GİRİŞ.....	1

BİRİNCİ BÖLÜM

KURUMSAL YÖNETİM VE İLGİLİ TEMEL KAVRAMLAR

1.1. KURUMSAL YÖNETİMİN TANIMI.....	4
1.2. ÇATIŞAN ÇIKARLARIN DENGELENMESİ ve KURUMSAL YÖNETİM.....	12
1.2.1. Yönetici-Hissedar Çıkar Çatışması	12
1.2.2. Kontrol Erkine Sahip Hissedar-Azınlık Hissedar Çıkar Çatışması	15
1.2.3. Şirket ve Diğer Hak Sahipleri Arasındaki Çıkar Dengeleri	19
1.2.4. Kurumsal Yönetim Kavramının Ortaya Çıkmasına Neden Olan Ekonomik ve Sosyal Tetikleyiciler.....	21
1.3. KURUMSAL YÖNETİMİN AMACI	28
1.4. KURUMSAL YÖNETİMİN ÖNEMİ.....	29
1.4.1. Çıkar Sahipleri Açısından Önemi	30
1.4.2. Fon Sağlama ve Etkin Kaynak Kullanımı Açısından Önemi	32
1.4.3. Küresel Ekonomik İstikrar Açısından Önemi	34
1.4.4. Güçlü Bir Özel Sektör Oluşması Açısından Önemi	37
1.4.5. Kurumsal Yönetimin Aile Şirketleri Açısından Önemi	41
1.5. OECD KURUMSAL YÖNETİM İLKELERİNİN İNCELENMESİ	43
1.5.1. Etkili Bir Kurumsal Yönetim Çerçevesi için Gereklilikler.....	46
1.5.2. Hissedarların Hakları ve Temel Sahiplik İşlevleri	47
1.5.3. Hissedarların Âdil Muamele Görmeleri.....	51
1.5.4. Kurumsal Yönetimde Paydaşların Rolü	53
1.5.5. Kamuya Açıklama Yapma ve Şeffaflık.....	55
1.5.6. Yönetim Kurulunun Sorumlulukları.....	58

İKİNCİ BÖLÜM

DÜNYADA KURUMSAL YÖNETİM UYGULAMALARI ve ÖLÇÜLEBİLİR FİNANSAL ETKİLERİNİN ARAŞTIRILMASI

2.1. DÜNYADA KURUMSAL YÖNETİM UYGULAMALARI	60
2.1.1. Anglo-Sakson Sistemi	65
2.1.2. Kıta Avrupası Sistemi	68
2.1.3. Uygulamaların Göreceli Üstünlüklerinin Karşılaştırması	71
2.2. KURUMSAL YÖNETİM ENDEKSİ UYGULAMALARI	77
2.2.1. Brezilya'dan Novo Mercado Uygulaması	79
2.2.2. İtalya'dan STAR Uygulaması	80
2.3. KURUMSAL YÖNETİM VE ÖLÇÜLEBİLİR FİNANSAL ETKİLERİNİN ARAŞTIRILMASI	82
2.3.1. Türkiye Dışında Yapılan Araştırmalar ve Sonuçları	82
2.3.2. Türkiye'de Yapılan Araştırmalar ve Sonuçlarının Değerlendirilmesi	100

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE KURUMSAL YÖNETİM, İMKB KURUMSAL YÖNETİM ENDEKSİ ve BİR UYGULAMA

3.1. TÜRKİYE ve KURUMSAL YÖNETİM.....	137
3.1.1. SPK Kurumsal Yönetim İlkelerinin Gözden Geçirilmeleri.....	140
3.1.2. Türkiye'de Kurumsal Yönetim Konusunda Yapılan Diğer Düzenlemeler ve Gelişmeler	149
3.2. TÜRKİYE'DE İMKB KURUMSAL YÖNETİM ENDEKSİ UYGULAMASI	155
3.2.1. İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Hesaplama Yöntemi.....	160
3.2.2. İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi'nin Güncel Durumu.....	163
3.3. KURUMSAL YÖNETİMİN TÜRKİYE SERMAYE PİYASALARINDAKİ ETKİLERİNİN ÖLÇÜMÜNE YÖNELİK BİR UYGULAMA: İMKB ÖRNEĞİ ...	168
3.3.1. Araştırmanın Amacı ve Önemi	168
3.3.2. Araştırmanın Kapsamı	169

3.3.3. Araştırmada Kullanılan Yöntemler	170
3.3.4. Araştırmanın Sonuçları.....	175
SONUÇ	185
KAYNAKÇA.....	191
EKLER.....	203
Ek-1. CLSA Kurumsal Yönetim Ölçeği.....	204
Ek-2. Hukuk Düzen Ölçeği Performansı ve Yatırımcıyı Koruma Haklarının Uygulaması	206
Ek-3. 106 Adet Şeffaflık ve Açıklama Öznitelikleri	209
Ek-4. 31.08.2007-30.04.2008 Tarihleri Arası İMKB Hisse Senetleri Piyasası Getiri Endeksleri Değerleri.....	215
ÖZET	219
ABSTRACT	220

SİMGELER VE KISALTMALAR

α	alfa
β	beta
d	Kritik Oran İstatistiği
ε	epsilon
P	anlamlılık
R^2	belirleme katsayısı
χ^2	chi-square/ki-kare
ANOVA	ANalysis Of VAriance-Değişim Analizi
AOSM	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti
AQAP	Air Quality Attainment Plan-Hava Kalitesi Erişim Planı
BCG	Boston Consulting Group
BIS	Bank for International Settlements-Uluslararası Ödemeler Bankası
BRL	Brazilian Real-Brezilya Real'i
CAR	Cumulative Adjusted Return-Birikimli Düzeltilmiş Getiri
CEO	Chief Executive Officer-Genel Müdür
CGFT	Corporate Governance Forum –Turkey/Kurumsal Yönetim Forumu-Türkiye
CGS	Corporate Governance Scores-Standard&Poor's'un Kurumsal Yönetim Puanları
CLSA	Credit Lyonnais Securities Asia
ECGI	European Corporate Governance Institute-Avrupa Kurumsal Yönetim Enstitüsü
EFMA	Expropriation of Minority Shareholders in Asia-Asya Azınlık Hissedarlarının Mülksüzleştirilmeleri
EVA	Economic Value Added-Ekonomik Katma Değer
FSF	Financial Stability Forum-Malî İstikrar Forumu
FVÖK	Faiz ve Vergiden Önceki Kâr
GCGF	Global Corporate Governance Forum-Küresel Kurumsal Yönetim Forumu
IMF	International Monetary Fund-Uluslararası Para Fonu

IOSCO	International Organization of Securities Commission- Uluslararası Menkul Kıymetler Komisyonları Örgütü
ISE	İstanbul Stock Exchange- İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
ISE-CGI	İMKBKY- İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Kurumsal Yönetim Endeksi
İMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
İMKB100	İMKB Ulusal-100 Endeksi
İMKB30	İMKB Ulusal-30 Endeksi
İMKBKY	İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi
İMKBTÜM	İMKB Ulusal Tüm Endeksi
KYE	Kurumsal Yönetim Endeksi
KYUR	Kurumsal Yönetim Uyum Raporu
MKK	Merkezî Kayıt Kuruluşu
MVA	Market Value Added-Pazar Katma Değeri
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotation System-Ulusal Menkul Kıymetler Dağıtıcıları Otomatik Kotasyon Sistemi
NOPLAT	Net Operating Profit Less Adjusted Taxes-Düzeltilmiş Vergiler Düşüldükten Sonra Net Faaliyet Kârı
OECD	Organization for Economic Co-operation and Development Ekonomik İşbirliği Ve Kalkınma Örgütü
ROA	Return On Assets-Varlıkların Kazanma Gücü
ROE	Return On Equity-Özsermayenin Kazanma Gücü
ROIC	Return on Invested Capital-Yatırılan Sermaye Üzerinden Sağlanan Getiri
S&P	Standard & Poor's
S&P/IFC	Standard & Poor's/International Finance Corporation
SEC	Securities And Exchange Commission- Hisse Senetleri ve Borsa Komisyonu
SPE	Special Purpose Entities - Bilânço (Konsolidasyon) Dışı Özel Amaçlı Şirketler
SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
STAR	Segmet Titoli can Alti Requisiti-Nitelikli Orta Ölçekli Firmalar Pazarı (İtalya)

TKYD	Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği
TTK	Türk Ticaret Kanunu
TÜSİAD	Türkiye Sanayici ve İş Adamları Derneği
UFRS	Uluslararası Finansal Rapor Standartları
USD	United States Dollar-ABD Doları

TABLOLAR

Tablo 1 - Kurumsal Yönetim ile İlgili Ülkeler Bazında Yasal Düzenlemeler	26
Tablo 2 - Amerika, Japonya ve Almanya'daki Kurumsal Yönetim Sistemlerinde Rol Alan Tarafların Öncelik Sıralamaları	74
Tablo 3 - Anglo-Sakson ve Kıta Avrupası Kurumsal Yönetim Sistemlerinin Karşılaştırması	75
Tablo 4 - Kurumsal Yönetimde Farklı Uygulamalar	77
Tablo 5 - CLSA Ölçeği Skorlarına göre Türk Şirketlerinin Sıralanışı.....	131
Tablo 6 - HC İstanbul Ölçeğinde Kuvvetli ve Zayıf Kurumsal Yönetime Sahip Şirketlerin Hisse Senedi Fiyat Performansları	134
Tablo 7 - Fiyat Endekslerine Göre Yapılan Düzeltmeler ve Düzeltme Zamanları.....	162
Tablo 8 - Getiri Endekslerine Göre Yapılan Düzeltmeler Ve Düzeltme Zamanları.....	163
Tablo 9 - Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notlarının Anlamları	166
Tablo 10 - İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Şirketleri	167
Tablo 11 - Korelasyon Tablosu.....	177
Tablo 12 - Temel İstatistik Değerleri	177
Tablo 13 - Granger Nedensellik Testi	177
Tablo 14 - İMKB TUM-İMKB KY İlişkisini Gösteren Regresyon Analizi Sonuçları (1).....	178
Tablo 15 - İMKB TUM-İMKB KY İlişkisini Gösteren Regresyon Analizi Sonuçları (2).....	179
Tablo 16- İMKB100-İMKB KY İlişkisini Gösteren Regresyon Analizi Sonuçları (1)...	180
Tablo 17 - İMKB100-İMKB KY İlişkisini Gösteren Regresyon Analizi Sonuçları (2).....	180
Tablo 18 - İMKB30-İMKB KY İlişkisini Gösteren Regresyon Analizi Sonuçları (1)..	181
Tablo 19 - İMKB30-İMKB KY İlişkisini Gösteren Regresyon Analizi Sonuçları (2)	182
Tablo 20 - İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Şirketlerinin İçinde Yer Aldıkları Diğer Temel Endeksler.....	183
Tablo 21 - CLSA Kurumsal Yönetim Ölçeği	204

Tablo 22 - Farklı Hukuk Sistemlerinde Yasal Uygulama: Hukuk Düzen Ölçeği Performansı	206
Tablo 23 - Yatırımcıyı Koruma Haklarının Uygulaması: Hukuk ve Düzen Ölçüsü	208

ŞEKİLLER

Şekil 1 - Kurumsal Yönetimi Etkileyen Unsurlar.....	9
Şekil 2 - Kurumsal Yönetim Modellerine Göre Çıkar Sahipleri Arası İlişkiler	65
Şekil 3 - Anglo-Sakson ve Kıta Avrupası Kurumsal Yönetim Sistemlerindeki Temel Farklılıklar ve Sistemlerde Kurumsal Yönetimin Etkisi.....	73
Şekil 4 - Türkiye’de Şeffaflık ve Açıklama Araştırması: 2005, 2006 ve 2007 Yılları Genel ve Bileşen Sonuçları Kıyaslaması.....	115
Şekil 5 - Kişi Başı Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları 1992 - 2002 Ortalaması	139
Şekil 6 - Kurumsal Yönetim Derecelendirme Süreci	165
Şekil 7 - İMKB Hisse Senetleri Getiri Endeksleri.....	175
Şekil 8 - 31.08.2007-30.04.2008 Dönemi Karşılaştırmalı Endeks Getirileri.....	176
Şekil 9 – İMKBKY ve İMKB30, 100 ve TÜM Endeksleri Arasındaki Karşılıklı Nedensellik İlişkisi.....	178

GİRİŞ

Tüm dünyada refahın ve zenginliğin itici gücü durumundaki özel sektörün temel oyuncularını olan halka açık anonim ortaklıkların iyi yönetimi üzerine odaklanan kurumsal yönetim, bir yandan hissedarların beklentilerini karşılarken, diğer yandan da şirket çıkarlarının gözetilmesi ve hissedarların alınması gereken kararlar konusunda ikna edilmesiyle mükellef yönetim kurullarının yönetsel davranışlarına yön veren bir kurallar bütünüdür.

Halka açık anonim ortaklıklarda tipik hissedarların en önemli özelliği, hissedarların şirkete devrettikleri sermaye kadar sorumlu olmalarıdır. Bu sınırlı sorumluluk beraberinde sınırlandırılmış bir yetkiyi de getirdiğinden, çok sayıda, bazen sayıları milyonlarla ifade edilen hissedarların ortağı oldukları şirketlerde, hissedarların sürekli bir araya gelip kolektif olarak şirketi yönetmesi düşünülemez. Hissedarlar adına bu görevi yürüten yönetim kurullarının ise, şirketi sadece yönetmek dışında “iyi” yönetmesi ve bu iyi yönetim şeklinin sürdürülebilir olması kurumsal yönetim ile mümkündür. Şirketlerin yönetim kurullarının nasıl çalıştığı, şirketin geleceğine yönelik strateji belirleme süreçleri, karar alma mekanizmalarının yapısı ve yönetimin hissedarlar ve dahası ilişkili tüm taraflarla ilişkilerinin niteliği, yatırımcılar için önem sıralamasının üst basamaklarında bulunmaktadır. Bu noktada ister bireysel, ister kurumsal olsun, yatırımcıların değerli tasarruflarını aktaracakları şirketleri belirlerken, kurumsal yönetim konusunda gösterdikleri hassasiyet her geçen gün biraz daha artmaktadır.

Global sermaye hareketlerinden pay almak isteyen tüm ülkelerin bilimsel literatürlerine her ne kadar farklı ifadelerle tercüme edilip girse de, kurumsal yönetim, tüm dünyada şeffaflık, hesap verebilirlik, eşitlik ve sorumluluk temel kavramlarıyla şekillenen yapıyla aynı yönetsel süreci ifade etmektedir. Bu sürecin çıkış noktası, güven üzerine kurulu bir anlayışın, şirketi yatırımcılar için bir cazibe unsuru haline getirmesidir. Şirket yönetimi konusunda yönetim kuruluna hissedarlarca duyulan güven, yatırımcıları ve

bu yatırımlardan pay almak isteyen diğer şirketleri de teşvik edecek, böylece iyi yönetilen şirketlerden oluşan etkin bir özel sektör ise refah ve kalkınmaya azami katkı sağlayacaktır.

Bu çalışmada amaçlanan dünyada ve Türkiye’de yayınlanmış düzenleyici ve yasal metinler çerçevesinde, bu yönetsel yaklaşımın yapısı ve işleyişi ile ilgili kapsamlı bir araştırma sunmak ve dünya genelinde konunun finansal boyutunu araştıran bilimsel çalışmalar ve tez çalışması içinde yer alan uygulama ışığında, kurumsal yönetimin ölçülebilir finansal etkilerinin olduğunu ispatlamaktır.

Bu doğrultuda çalışma, tündengelim mantığıyla genelden özele ilerleyen bir yapıda ve üç bölümde şekillenmiştir.

Birinci bölümde kurumsal yönetim kavramının tanımı, ortaya çıkışı, amacı ve önemi ele alınmıştır. Evrensel kurumsal yönetim ilkelerinin ayrıntılı bir biçimde incelenmesi ve yönetimin pratikteki uygulama biçimleri de yine bu bölümde yer almaktadır.

Çalışmanın ikinci bölümünde ise dünyadaki kurumsal yönetim uygulamaları incelenmiş ve karşılıklı olarak analiz edilmiştir. Kurumsal yönetim kavramının sermaye piyasalarında somutlaşıp, kavramın bir finansal değer unsuru olarak şekillenmesini sağlayan dünya borsalarındaki kurumsal yönetim endeks uygulamalarının yapıları ve işleyişlerine yönelik araştırmalar bu bölümde sunulmuştur. Yine bu bölümde kurumsal yönetimin ölçülebilir etkilerini araştıran yerli ve yabancı bilimsel çalışmalar incelenmiş ve derlenmiştir.

Tez çalışmasının üçüncü ve son bölümde ise Türkiye’de kurumsal yönetimin gelişimi ve yapısı ele alınmıştır. İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi’nin yapısı ve işleyişi, Türkiye’de kurumsal yönetime bakışın değerlendirilebileceği bir öge olarak bu bölümde incelenmiştir. Sermaye

piyasalarında kurumsal yönetimin etkilerinin ölçülmesine yönelik bir uygulama olarak ise, İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi'nin, hesaplanmaya başlama tarihi olan 31.08.2007 tarihinden itibaren sekiz aylık getiri performansı, İMKB'nin temel endeksleri ile karşılaştırmalı olarak analiz edilmiş ve Türk sermaye piyasasında kurumsal yönetimin pratikte nasıl algılandığı ölçülmeye çalışılmıştır.

BİRİNCİ BÖLÜM

KURUMSAL YÖNETİM VE İLGİLİ TEMEL KAVRAMLAR

1.1. KURUMSAL YÖNETİMİN TANIMI

Kurumsal Yönetim, yatırımcılar, yasa koyucular ve halka açık anonim şirketler için son günlerin ilgi odağı durumundadır. Özellikle son yıllarda gerek A.B.D.'de Enron, WorldCom, Arthur Andersen, gerekse Avrupa'da Parmalat, BaringsBank, Metallgesellschaft gibi büyük ve güvenilir (görünen) anonim şirket skandallarının ardından, yatırımcılar, şirketlerin hissedar servetini maksimize etmeleri için ne yapılması gerektiğini sorar olmuşlardır. Politika saptayıcılar bu soruya uyulması gerekli kurumsal yönetim standartları ve yasaları çıkartarak cevap verirken, şirketler de, her zaman tam bir hoşnutluk ve uyumla olmamakla birlikte, bu yeni yasaların gereklerini yerine getirmeye çalışmaktadırlar.

Peki, finans ve ekonomi çevrelerinde bu kadar önem atfedilen “Kurumsal Yönetim”, gerçekten bu ilgiyi hak ediyor mu? Dahası kurumsal yönetimi, sanayi devriminden bu güne, şirket yönetimi konusunda genel kabul gören uygulamaların ötesine geçiren nedir ki, üzerinde bu kadar tartışılıyor? Ya da bu kadar önemli ve gerekli ise, kabul görüp uygulanması için neden bu kadar gecikildi?

Cevapları bulabilmek için şirket yönetiminin, kurumsal yönetime gelene kadar nasıl yürütüldüğünü ve genel kabul gören yönetsel ilkelerin ne oranda aksadığını ele almak doğru olacaktır. 1932'de Adolph Berle ve Gardiner Means tarafından “Çağdaş Halka Açık Anonim Şirket ve Özel Mülkiyet (The Modern Corporation and Private Property)” adlı kitaplarında “Birbirinden ayrı

küçük hissedarların ortak olduğu ve profesyonel yöneticilerin yönettiği yapı”¹ olarak tanımlanan çağdaş, hisseleri halka açık anonim şirket (corporation), hissedarlara karşı sorumlu yöneticilerin kontrolundaki ideal yapıyı işaret etmektedir. Ancak, uygulamada bu yapı bu kadar basit ve ideal olmayıp sermaye sahipleri ve kontrol erkine sahip olanlar arasındaki çıkar çatışmalarına sahne olmaktadır. Bu temel sorunun fark edilmesi de yeni olmayıp, iktisat biliminin açılış klasiği durumundaki Adam Smith’in 1776 tarihli “Wealth of Nations” adlı ünlü eserinde dile getirilmiştir. Smith, diğer kişilerin parasının yöneticisi olarak, yöneticilerin sanki kendi paralarını yönetiyormuş gibi, aynı isteklilik ve ihtiyatla yönetip korumalarının beklenemeyeceğini, ihmal ve müsrifliğin bu tür şirketlerin işlerinin yönetiminde, az ya da çok daima var olacağını² bundan yaklaşık 230 yıl önce ifade etmiştir.

Jensen ve Meckling’in 1976 yılında yayınlanan³ “Şirket Yönetimsel Davranışı Kuramı, Temsil Maliyeti ve Sahiplik Yapısı (Theory of the Firm Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure)” adlı çalışmalarında ifade ettikleri gibi, temsilci (şirket yöneticisi) için en çıkarına olan durum her zaman temsil olunanınki ile (sermaye sahibi) uyuşmamaktadır. Temsil olunanlar ile temsilcilerin çıkarlarını ayarlayan denetleme, önlem ya da yöntemlerin yapısı bir şirketin kurumsal yönetim karakteristiğini belirler⁴. Başka bir anlatımla, şirkette kısmî bir hisse sahipliği bulunan bir yönetici, yaptıklarının tüm sonuçlarına katlanmak durumunda değildir ve hissedar zenginliğini en üst düzeye çıkarma amacından saptırıcı, özendirici durumlar ile karşı karşıyadır. Bunun sonucu olarak, şirketin değeri, yöneticinin şirketin tümüne sahip olması durumundaki şirket değerinden düşük olacaktır. Sahiplik ve kontrolün hissedar ve yönetici açılarından

¹ Adolph Berle ve Gardiner C. Means, **The Modern Corporation and Private Property**, Macmillan, 1932; Revised Edition by Adolf Berle, Columbia University, 1967, Harcourt, Brace and World, New York 1967. s. 83

² Adam Smith, “**Milletlerin Zenginliği**” Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları/ Hasan Ali Yücel Klasikler Dizisi, Kasım 2006, İstanbul, s.1-1094

³ Michael C. Jensen, ve William H. Meckling, “Theory of the Firm Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure” **Journal of Financial Economics**, 1976, Cilt: III, s. 305-360.

⁴ Jorge Sarinha, “Corporate Governance: A Survey of the Literature”, **Çalışma raporu**, Porto Üniversitesi, 2003, s. 2-45.

dengelenmesi ve literatürde temsil sorunu (Agency Problem) olarak ifade edilen bu konunun sermaye sahipleri açısından iki noktada ele alınması gerekir. İlki, hissedarların saf dışı bırakılmaları ile, yönetimdeki etkinliklerini kaybetmeleri ve yöneticilerin varlıkları ele geçirmeleri şeklindeki durumdur. Sık rastlanılan ikinci durum da, hissedar kontrolü göreceli olarak mevcut olsa bile, yöneticilere çıkar sağlayacak ancak, firma değerine olumlu katkıda bulunmayacak projelerin kabulü olarak tanımlanabilir. Kendisi bir çok akademik çalışmaya konu olmuş *temsil sorunu* konusunun kurumsal yönetim ile ilişkisi tam bu noktada ortaya çıkmaktadır. Ortaklara ait karar alma yetkisi yöneticilere devredildiğinde, Kurumsal Yönetim, yöneticilerin teşviklerinin hissedarların çıkarları ile tutarlı olması gibi, temsilcilik ilişkilerinin tesis edilmesini sağlar⁵. Ancak, kurumsal yönetim yalnızca hissedar-yönetici çıkar dengesini sağlamakla kalmayıp, alacaklılar, çalışanlar, devlet gibi piyasa oyuncularının da hak ve çıkarlarını gözetten bir mekanizma oluşturmaktadır. Bunun yanı sıra, kurumsal yönetim, piyasa koşullarında bir ödül-ceza yapısının oluşturulmasına da katkı sağlar. Olumlu yönetim davranışını ödüllendirmek (ki bu davranış ilgili tüm taraflar için dengeli bir kazanç sağlanmasıdır) ve olumsuz yönetim davranışını cezalandırmak amacı ile yatırımcılar tarafından kullanılan finansal araç ve tekniklerin oluşturulup, geliştirilmesi da aynı kapsamda ele alınmalıdır.

Kurumsal yönetim konularının Avrupa, A.B.D. ve Japonya'da 19. yüzyıldan beri⁶ kullanıldığına işaret eden bazı çalışmaların varlığına karşın, *kurumsal yönetim* terimi yaygın biçimde 1980'lerde⁷ özellikle de İngiltere'de hazırlanan Cadbury Komitesi Raporu'nun yayınlanmasının ardından literatürde yer almaya başlamıştır. 1990'larda, kurumsal yönetim, bireysel ve kurumsal yatırımcıları, hissedarları, yöneticileri ve finansal piyasaları ve son

⁵ A. Osman Gürbüz, Yakup Ergincan, **Kurumsal Yönetim, Türkiye'deki Durumu ve Geliştirilmesine Yönelik Öneriler**, Literatür Yayıncılık, İstanbul. 2004, s. 2

⁶ Randall Morck, Masao Nakamura, "Japanese Corporate Governance and Macroeconomic Problems", **Harvard University**, Şubat 1999, s. 2.

⁷ Andrei Shleifer, Robert W. Vishny, "A Survey of Corporate Governance" **National Bureau of Economic Research, Working Papers, No. 5554**, Nisan 1996, s. 3-33, (**Journal of Finance**, Haziran 1997. Cilt LII (2). s. 737-783).

olarak da, bölgesel ve global krizlerin etkileriyle toplumun tüm kesimlerini ilgilendirir hale gelmiştir.⁸ Hattâ, son yirmi yılda hızlı büyümeden durağanlığa geçen Almanya ve Japonya'nın durumları ve son yıllarda ekonomik performansında düşüşler, büyük finansal skandallar ve şirket iflâsları gösteren A.B.D. ekonomisinin durumu da kurumsal yönetim eksiklikleri ile ilişkilendirilmektedir.

Türkçe literatüre Kurumsal Yönetim olarak giren, Corporate Governance - hisseleri halka açık anonim şirket yönetimi - kavramı, kimi kaynaklarda “Kurumsal Yönetişim”, “İyi Yönetim” ya da “İyi Yönetişim” biçiminde de ifade edilmektedir. Aynı yönetim ve yaklaşım biçimlerini ifade etmelerine karşın, terminolojide birlik sağlanması amacıyla, Sermaye Piyasası Kurulu'nun Temmuz 2003 tarihli “Sermaye Piyasası Kurumsal Yönetim İlkeleri” raporunda uygun gördüğü karşılık, bu tez çalışmasında da benimsenmiştir. Bu noktada önemli olan kavramın adı değil, bu kavramın ne ifade ettiğidir. Daha açık bir anlatımla, Kurumsal Yönetim nedir? sorusunun cevabıdır.

Yapılan literatür taramasında Kurumsal Yönetim kavramının tek ve genel/geçerli bir tanımına ulaşılamamıştır. Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD) Kurumsal Yönetim Komitesi'ne göre, Kurumsal Yönetim, en geniş anlamda, şirketlerin yönlendirildiği ve kontrol edildiği sistem olarak tanımlanmaktadır ve işin özü de şirketin yönetimi, yönetim kurulu ile hissedarlar ve diğer çıkar grupları arasındaki ilişkiler dizisini içermektedir.⁹ Kurumsal Yönetim, şirketin amacı ve hedeflerinin saptandığı ve bunlara erişebilmek için gösterilen performansı izlemeye yarayan araçları ortaya koyan sistem ve yapıdır.

TÜSİAD'ın 2002 tarihli “Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi” adlı çalışmasında Kurumsal Yönetim,

⁸ Gürbüz, Ergincan, **a.g.e.**, s. 5-6

⁹ OECD, **Corporate Governance Principles**, 1998, s. 3-55.

modern yaşamda insanların bir amaca ulaşmak için oluşturduğu herhangi bir kurumun yönetiminin düzenlenmesi ifadesi ile tanımlanmıştır. Aynı çalışmada kavramın daha dar anlamda, bir kurumun beşeri ve malî sermayeyi çekmesine, etkin çalışmasına ve böylece ait olduğu toplumun değerlerine saygı gösterirken uzun dönemde ortaklarına ekonomik değer yaratmasına olanak veren her türlü yasa, yönetmelik, kod ve uygulamayı ifade ettiği belirtilmiştir.¹⁰

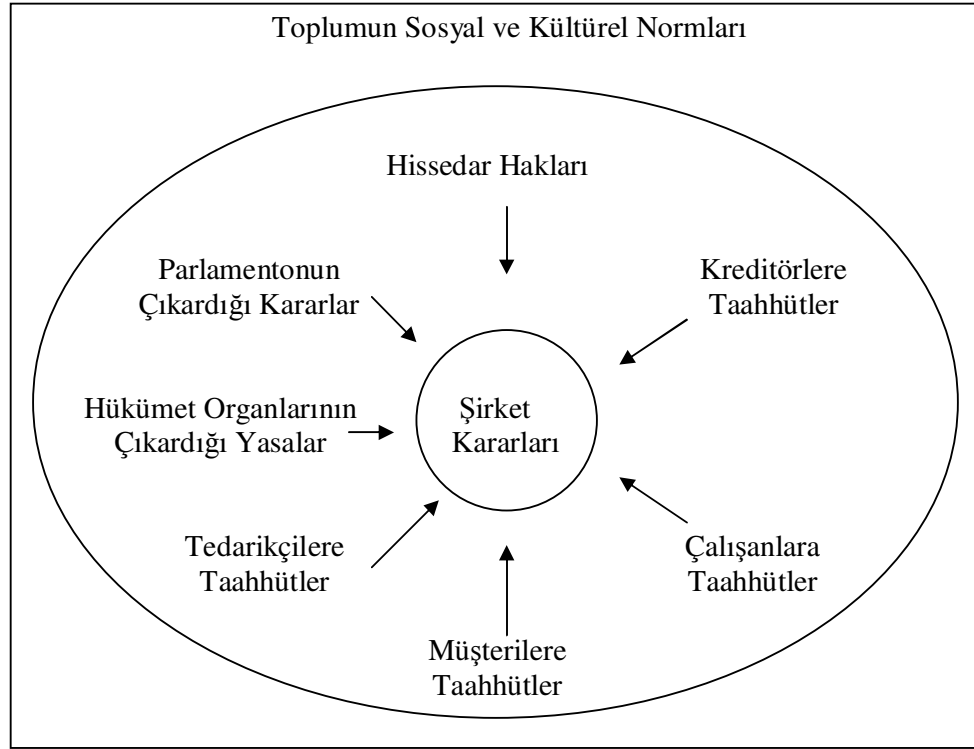
Kurumsal Yönetim alanında tavsiyeler geliştirmek üzere, İngiltere’de Sir Adrian Cadbury başkanlığında kurulan Cadbury Komitesi 1992 yılında yayınladıkları “Kurumsal Yönetimin Finansal Görünüşü Üzerine Komite Raporu” adlı çalışmalarında, kavramı, şirketin yönetilme ve kontrol edilme sistemi olarak tanımlamışlardır. Bu genel çerçeve içerisinde finansal açıdan kurumsal yönetim, finansal politikaların hangi kurullar tarafından belirleneceğini ve denetleneceğini, şirketin gelişmesinin ve faaliyetlerinin sonuçlarının hissedarlar adına nasıl izlenip rapor edileceğini ifade eder.¹¹

Daha önce dile getirdiğimiz, “Kurumsal Yönetimi, sanayi devriminden bu güne gelene dek şirket yönetimi konusunda genel kabul görmüş uygulamaların ötesine geçiren nedir?” sorusunun yanıtı OECD Özel Sektör Kurumsal Yönetim Tavsiye Grubu’nun (OECD Business Sector Advisory Group on Corporate Governance) 1998 tarihli raporunda verilmektedir. Bu rapora göre, Kurumsal Yönetim, “Hisseleri halka açık anonim şirketlerin idaresinde ve faaliyetlerinde kâr elde etme ve pay sahiplerine dağıtma ana unsuru ve amacını taşıyan geleneksel yapılarının yanında, gerek hissedarların, gerekse yöneticilerin çıkarlarını gözetken, aynı zamanda ortaklık çalışanları, müşteriler, alacaklılar, finans sağlayıcılar ve devlet gibi diğer çıkar sahiplerinin haklarının da önemsendiği bir anlayıştır” şeklinde ifade

¹⁰ TÜSİAD, **Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi**, TÜSİAD, Yayın No: TÜSİAD-T/2002-12-336, Aralık 2002, s. 9.

¹¹ **Cadbury Committee, Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance**, Gee Publishing, Londra, 1992, s. 15.

edilmektedir.¹² Şekil 1-1, bu çizilen çerçevede, kurumsal yönetim sürecinde girdileri ve işlem sonuçlarından etkilenen hak sahibi unsurları göstermektedir.



Şekil 1 - Kurumsal Yönetimi Etkileyen Unsurlar¹³

Kurumsal Yönetim, şirketlere kaynak sağlayanların yatırımlarının karşılığını alacakları konusunda kendilerini güvende hissetmeleri ile yakından ilgilidir. Bu görüşü benimseyen yazarlara göre kurumsal yönetim, şirketlere finansal kaynak sağlayanların, yaptıkları yatırımın geri dönüşünü garanti altına alma çabalarıdır.¹⁴ Yatırımcıların, sermayenin şirket yöneticileri tarafından hileli biçimde veya yanlış yatırımlar ile tüketilmemesini, kısacası yöneticilerin kontrol altında tutulabilmesini güvence altına almalarının bir aracıdır. Benzer fikirde olan yazarlar kurumsal yönetimin, (üst düzey yöneticiler, yönetim kurulu üyeleri, yönetimde söz sahibi olan kurumsal

¹² OECD Business Sector Advisory Group on Corporate Governance, 1998, s. 27.

¹³ Veysel Kula, **Kurumsal Yönetim, Hissedarların Korunması Uygulamaları ve Türkiye Örneği**, Papatya Yayıncılık, İstanbul, 2006, s. 31.

¹⁴ Shleifer ve Vishny, **a.g.m.**, 1997, s.741

yatırımcılar da dahil) şirket içindekiler ile dışarıdaki yatırımcılar arasında denge arayışları olduğunu ifade etmektedirler.¹⁵

Kurumsal Yönetimin çok çeşitli tanımları yapılmakla birlikte yapılan tanımların birleştikleri ortak öğeler vardır. Yapılan tanımlar büyük ölçüde:

- şirket içi kontrol mekanizmalarına,
- şirketin yöneticileri, kurulları, hissedarları ve çıkar sahipleri arasındaki ilişkilere,
- şirketin, hissedarlarının ve/veya çıkar sahiplerinin çıkarları doğrultusunda yönetilmesine,
- kurum içinde üretilen bilgilerin daha şeffaf ve hesap verilebilir olmasına

vurgu yapmaktadırlar.¹⁶

Bu bağlamda, klâsik şirket yönetimi denildiğinde, genellikle genel müdürlerin (ya da CEO'ların) ve müdürlerin sorumlu oldukları işletme faaliyetleri anlaşılmaktadır. Oysa kurumsal yönetimde, yönetim kuruluna önem verilmekte ve bu kurulun sorumluluğu artmakta, yönetim ve icra fonksiyonları ayrılmakta, yönetim kuruluna hissedar haklarını gözetecek sorumluluklar yüklenmekte, yönetimin denetlenmesi bir formalite olmaktan çıkarılıp, etkin, verimli, şeffaf bir yönetimle, başta hissedarlar olmak üzere tüm tarafların haklarının korunması amaçlanmaktadır.

Şirketlerin yönetim kalitesinin, finansal durumlarının yanında yeni bir kriter olarak öne çıkması ve yönetim kalitesinin gitgide artması sonucunda, iyi yönetim kavramının içeriği de tartışmaya açılmıştır. Peki, Kurumsal Yönetim kavramı ile somutlaşan tartışma konuları nelerdir? Bu konuları özelden genele aşağıdaki gibi sıralamak mümkündür:

¹⁵ Mustafa Doğan, **Kurumsal Yönetim**, Siyasal Kitabevi, Ankara, 2007, s. 48.

¹⁶ Mustafa Doğan, **a.g.e.**, s. 42.

- Yönetim Kurulu üyelerinin kendi içlerinde icracı/icracı olmayan ve bağımsız üye/bağımsız olmayan üye şeklinde ayrıma sahip olup olmamaları.
- Yönetim Kuruluna bağlı denetim komitesi, kurumsal yönetim komitesi, hissedar ilişkileri komitesi gibi zorunlu/ihtiyarî komitelerin bulunup bulunmaması; var ise çalışmalarındaki etkinlik düzeyleri.
- Ortakların haklarının, özellikle de azınlık konumundaki ortakların haklarının geliştirilmesi, yapısal değişikliklerde ve önemli kararlarda etkinliklerinin artırılıp artırılmadığı.
- Yönetim Kurulu üyelerinin ücret ve diğer malî haklarının belirli bir politikaya bağlanıp bağlanmadığı.
- Malî tabloların uluslararası standartlara göre hazırlanmaları ve uzman bağımsız ve tarafsız denetçilerce uluslararası standartlara göre denetlenilmeleri durumu.
- Şirketlerin kamuyu aydınlatma derecesi, şeffaflık sağlanması için yapılan çalışmalar, şeffaflık ve ticarî sır kavramlarının olması gerektiği biçimde ayrıştırılıp ayrıştırılmadığı.
- Şirketlerin tüm çıkar sahipleri için değer yaratma çalışmaları ve bu çalışmalarının sonuçları.

Bu tartışma konularında kaynak oluşturan Kurumsal Yönetim uygulamalarının nihaî amacı, başta hissedarlar olmak üzere doğrudan ve/veya dolaylı hak sahiplerinin beklentilerini gerçekleştirmektir. Çıkar sahiplerinin karşılıklı hak ve yükümlülüklerinin belirlenmesi, şirket yönetiminde şeffaflığın sağlanması, şirket yönetimine güvenin artırılması, şirket performansını artırarak, istikrarlı büyüme ve yüksek kârlılığın sağlanması şeklindeki amaçlara ulaşılmasıyla sağlanacak en önemli ve beklenen sonuç, şirketin piyasa değerinin artmasıdır.

1.2. ÇATIŞAN ÇIKARLARIN DENGELENMESİ VE KURUMSAL YÖNETİM

1998 yılında yayınladıkları “Kurumsal Yönetim ve Yönetim Kurulunun Etkinliği (Corporate Governance and Board Effectiveness)” adlı çalışmalarında John Kose ve Lemma W. Senbet, Kurumsal Yönetimi “Şirket ile çıkar ilişkisi içerisinde olan tüm tarafların haklarını korumak için şirket yönetimi ve çalışanları üzerinde denetim kurma çabası” olarak tanımlamışlardır. Çıkar grupları listesinin en başında hissedarlar gelmekle birlikte, bu kapsamda şirketin alacaklılarının, çalışanlarının, tedarikçilerin, devletin ve şirket müşterilerinin de listeye dahil edilmeleri gerektiği, yine aynı çalışmada işaret edilmiştir.

İlgili tüm tarafların bekledikleri yararın (getirinin) maksimum olduğu koşullarda, muktedir olanların diğerlerini mülksüzleştirmemeleri için bir takım düzenlemeler yapmak Kurumsal Yönetimin çıkış noktasıdır diyebiliriz. Çalışmamızın bu bölümünde en temel icadın bile belli bir ihtiyacı karşılamak üzere geliştirildiğini göz önüne alarak, Kurumsal Yönetim kavramının hangi kronik çıkar çatışmaları sonucu ortaya çıktığı incelenecektir. Önce söz konusu hakların ortaya çıkmasına neden olan, şirketin kendi içindeki “temsil eden” ve “temsil edilen” çatışmasına açıklık getirilecektir. Ardından temsil edilenlerin kendi aralarındaki güç dengesinden kaynaklanan çoğunluk-azınlık pay sahipleri arasındaki çatışmaya değinilecektir. Son olarak, yöneticisi ve sahibi ile bir bütün olarak şirketin, şirket dışı unsurlarla yaşadığı çıkar çatışmaları ele alınacaktır.

1.2.1. Yönetici-Hissedar Çıkar Çatışması

Kurumsal Yönetim anlayışının değiştirip düzeltmeye çalıştığı en temel sorun yönetici-hissedar çıkar uyumsuzluğudur. Hissedarların, şirketi kontrol eden profesyonel yöneticilerin şirket değerini kendilerine aktarmaları şeklindeki sömürü ile karşı karşıya olmaları, yönetici-hissedar çıkar

çatışmalarını ortaya çıkarır. Kurumsal Yönetim kavramını literatüre sokan 1976 tarihli makalelerinde Jensen ve Meckling, şirketi, kişiler arasında sözleşme ilişkileri yumağı olarak betimlemişler ve temsilci ilişkisini de şu şekilde ifade etmişlerdir: “Bir ya da daha fazla kişinin bir diğer kişiyi (temsilci) hizmet icrası için karar verme yetkisini de vererek yetkilendirdikleri sözleşme.”¹⁷ Bahsedilen bu sözleşme sonucunda, temsilci, eylemlerinde kendi çıkarları için yetki verenin çıkarlarından sapma gösterebilir. Yetki veren bu olasılığı ortadan kaldırmak için temsilciyi kontrol etmek ve buna ek olarak temsilcinin kendi çıkarlarına zarar verecek bir eylemde bulunmayacağını, bulunursa da olası zararı telâfi edeceğini kabul ve taahhüt edeceği bir sözleşme yapma yolunu seçebilir. Diğer bir yol ise, yetki verenin temsilciye uygun teşvikleri sağlayarak, temsil edilen-temsilci çıkarlarını kesiştirmektir. Elbette bahsedilen hiç bir yol maliyetsiz değildir. Sağlıklı kararlar alabilen bir profesyonel yöneticinin şirket hisselerinin tamamına sahip olduğu durumda, hem parasal, hem de parasal olmayan getirileri açısından kendi yararını en çoklayacak kararlar alacağı kesindir. Şirket hisselerinin bir kısmının başka ortağa (ortaklara) satışı durumunda yöneticinin şirket gelirlerinden elde edeceği getiri düşeceğinden, yöneticinin şirket kaynaklarının önemli bir kısmını ücret dışı getiri şeklinde kendine aktarma eğiliminde olacağı düşünülebilir.¹⁸ Yöneticinin ortaklık oranı azaldıkça, yeni kârlı girişimlere atılmaktan vazgeçmesi ve yaratıcı faaliyetlerinde düşüş gözlenmesi de aynı çalışmada, yönetici-hissedar çıkar çatışmaları kapsamında değerlendirilmiştir.¹⁹

Benzer görüşleri savunan çalışmalarında Shleifer ve Vishny²⁰ temsilci sorununun özünün ortaklık ve kontrolün ayrımı olduğunu ifade etmişlerdir. Fon sağlayan yatırımcılar yöneticilerle, fonların nasıl değerlendirileceğine dair sözleşme yaparlar. Ancak geleceğin ne getireceğini bilmek zordur, dolayısı ile olası her durumda nasıl davranılacağını tanımlayan kapsamlı

¹⁷ Jensen ve Meckling, **a.g.m.**, s. 308.

¹⁸ Jensen ve Meckling, **a.g.m.**, s. 308.

¹⁹ Jensen ve Meckling, **a.g.m.**, s. 308-309.

²⁰ Shleifer ve Vishny, **a.g.m.**, 1997, s. 740-741.

sözleşmeler yapmak teknik olarak olanaksızdır. Bu nedenle iş hakkında bilgileri eksik olduğundan, fon sağlayan yatırımcılar, beklenmedik durumlarda nasıl karar verileceğini yöneticilere bırakırlar. Bu noktada kurumsal yönetim yöneticilere böyle durumlarda rasyonel hareket alanı oluşturmaya yarar.²¹ Yöneticilerin kendilerine ya da yatırımcıların yöneticilere getirecekleri akılcı kısıtlamalar, kaynakların yanlış tahsisini azaltıp, daha fazla getiri elde etmeye yönelik faaliyetlere kaynak tahsisine imkân sağlar.

Yönetici-hissedar çıkar çatışmalarına neden olan başlıca konular şu şekilde sıralanmaktadır;

- Hissedar açısından değerli riskli projelerden zorlukları ve başarısızlık durumunda yöneticinin işini kaybetmesi riskini de taşımaları nedeni ile kaçınma.
- Net bugünkü değeri pozitif olan projelerin tamamlanmasından sonra şirkette kalan fonların atıl tutulması ya da bu fonların ücret dışı ödemelerle yöneticilere aktarılması.
- Şirket yönetiminde söz sahibi olan kişilerin başarısız ya da konumu için yetersiz olmaları durumunda, bu yetersizlikleri kabul etmeyerek pozisyonlarını devam ettirme çabaları.
- Şirketin atıl fonlarının değerlendirilmeleri sırasında yöneticilerden beklenen akılcı tutumun gösterilememesi, dahası bu fonların negatif bugünkü değerli projelere aktarılmaları.
- Ücret ve iş devamı sağlayan, güvenilir ancak daha az fayda üreten projelerin seçilmesi.²²

Yatırımcıların fonlarının nasıl değerlendirileceğine karar veren yöneticilerin, bunları sömürme olasılığı her zaman vardır. Bu sömürü

²¹ Shleifer ve Vishny, **a.g.m.**, 1997, s. 743.

²² John Kose, Lemma W. Senbet, "Corporate Governance and Board Effectiveness", **Journal of Banking and Finance**, Cilt LII, sayı 3, Temmuz 1997, s.376.

doğrudan para kaçırma şeklinde tunneling*, ya da transfer fiyatlama** şeklinde daha gelişmiş yöntemlerle yahut ürün satışı yerine düşük fiyatla varlık satışı şeklinde gerçekleştirilebilir.²³

Kurumsal Yönetimin yalnızca yöneticiler ve pay sahipleri arasında yaşanan çıkar çatışmalarını önlemeye yönelik geliştirilmiş model olduğunu düşünmek hatalı olacaktır. Böyle bir yaklaşım, büyük paya sahip hissedarlar ile küçük pay sahipleri arasındaki temsilci sorununu dışlar.²⁴ Özellikle de, nerede ise tüm yöneticilerin şirket ortağı olduğu Türkiye’de frekansı çok yüksek olan yönetici ortak ile azınlık hissedar arasında yaşanan çıkar çatışmaları izleyen başlık altında ele alınmıştır.

1.2.2. Kontrol Erkine Sahip Hissedar-Azınlık Hissedar Çıkar Çatışması

Kurumsal Yönetimin literatüre girdiği ve konu ile ilgili ilk çalışmaların yapıldığı dönemlerde, çalışmalar dağınık ortaklık durumunda yöneticiler ve hissedarlar arasında yaşanan çıkar çatışmalarını ve sonuçlarını konu almaktaydı. Kurumsal yönetim konusunda günümüzde tez araştırması aşamasında yapılan çalışma ve incelemelerin tamamına yakınında bu çatışma konusu halen önemli bir nokta olmakla birlikte, özellikle 80’lerden

* **Tunneling**, Çekoslovakya’da özelleştirmenin ardından büyük hissedar grupları ya da yöneticiler, şirket varlıklarını, bazıları yurtdışında olan sahip oldukları şirketlere çok ucuza satarak, ya da bu şirketlerden çok pahalı hizmetler alarak bu şirketlere aktarmışlar ve bu sırada gerekli tüm yasal prosedürü de gerçekleştirmişlerdir. Bunların en bilineni Skoda fabrikalarının satışlarıdır ki bu durum şirketi iflâsa ve yeniden yapılanmaya götürmüştür. Çekçe’de bu işlemin adı *tunelování* yapan kişi de *tunelât* olduğundan ifade böylece literatüre girmiştir. Terim Türkçe’de “hortumlama” olarak kullanılmış, özellikle birbiri ardına bankaların “battığı” dönemde medyada sıklıkla yer bulmuştur.

** **Transfer fiyatlaması**, ilişkili kişiler arasında mal teslimi ve hizmet ifası durumlarında söz konusu mal ve hizmetlere uygulanan bedel veya fiyatlamayı ifade eder. Bir grubun tüm şirketlerini, çok uluslu şirketleri, şubesi bulunan kurumları, kurum iştiraklerini, kurum ortaklarını, kurum ortaklarının eşlerini alt ve üst soyların, kan ve sıhrî akrabalarını, ilişkili taraflar olarak sıralayabileceğimiz transfer fiyatlama işlemlerini ilişkili kişilerle emsallere uygunluk ilkesine aykırı olarak tespit ettikleri bedel ya da fiyat üzerinden mal veya hizmet alım satımı yaparak, kazancın tamamının veya bir kısmının transfer fiyatlandırması yolu ile, örtülü olarak dağıtılması işlemleridir. 20 Soruda Transfer Fiyatlaması Türkiye Uygulaması, Deloitte Academy, deloitteacademy.com.tr/UserFiles/Documents/turkey28tr29-fsı-20soruda-tf-061206.pdf.

²³ Shleifer, Vishny, **a.g.m.**, 1997, s. 742

²⁴ Kula, **a.g.e.**, s. 26

sonra konunun yönetici hissedarlar ile azınlık hissedarlar arasındaki çatışma boyutu da kurumsal yönetim açısından önemli bir araştırma konusu olmuştur. Önemli miktarda blok hisseye, dolayısı ile kontrol erkine sahip büyük hissedarların ister yönetimde bizzat yer alarak olsun, ister büyük ve etkili sermayedar olarak fiilen yönetimde yer almaksızın yönetim kararlarını kendi lehlerine (azınlık hissedarların aleyhine) etkileyerek, azınlık hissedarların mülksüzleştirilmelerinde etkili olmaları sıkça gözlenen bir durumdur. Konuyla ilgili, A.B.D. dışında yapılan gözlemlerin önemli bir bölümünde, yönetimi etkileme gücüne sahip büyük ortakların, alınan kararlarda azınlık hissedarların mülksüzleştirilmelerine doğrudan ya da dolaylı olarak neden olacak kararlarda yön veren etkiye sahip oldukları ve bunu kendi lehlerinde kullandıkları tespit edilmiştir. Claessens ve diğerlerinin 1999 yılında Doğu Asya şirketleri üzerinde yaptıkları araştırmalar, bir kurumsal yönetim sorunu olarak, azınlık hissedarlarının kontrol erkine sahip hissedarlarca sömürüsüne işaret etmektedir.²⁵ Tüm bu veriler ışığında diyebiliriz ki, çıkar çatışmaları temelde kontrol gücüne sahip büyük hissedarlar (blok hissedarlar), yöneticiler ve azınlık hissedarların oluşturdukları üçgende cereyan etmektedir. Kontrol gücüne sahip büyük hissedarların yönetimde bizzat bulunarak ya da dışarıdan, alınan operasyonel kararları etkileyerek, şirket kaynak ve gelirlerini kendi lehlerine yönlendirmeleri güncel kurumsal yönetim tartışmalarında önemli bir yer bulmaktadır. Hattâ, bazı tanımlamalar kurumsal yönetimi, azınlık hissedarlarının kontrol gücüne sahip büyük hissedar ve yöneticilerden korunması olarak göstermektedirler. Konunun bu şekilde ele alınması pek de yersiz sayılmaz, zira, OECD kurumsal yönetim uygulamaları ışığında hazırlanan SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'nde de konu, "Azınlık Hakları" başlığı altında ele alınarak incelenmiştir.

Aslında, yönetsel ortaklık konusu hakkaniyetle uygulanıldığında bir tehdit olmaktan çıkıp, operasyonel kararlarda yönetime hız ve çeviklik

²⁵ Stijn Claessens, Joseph P. H. Fan, Simeon Djankov ve Larry H. P. Lang, "On Expropriation of Minority Shareholders: Evidence from East Asia" 9 Aralık, 1999, (Erişim) <http://ssrn.com/abstract=202390>, 25.04.2007, s. 1-50.

kazandıran bir avantajdır. Demokratik karar alma sürecinin, hızlı karar almayı gerektiren durumlarda uzun süreli ve maliyetli, üstelik de gecikmelerin kaçırılacak fırsatlar demek olduğu durumlarda yararlı olmayacağı görülmektedir. Yönetimsel ortaklık, hızlı alınan doğru kararların sağlayacağı süre avantajının yanında, yöneticilerin finansal teşviklerinin hissedarların-kilerle uyumlulaştırılmasını sağlayacak ve başarılı yönetsel kararların sonucu sözü edilen tüm taraflar için kazan-kazan mekanizması işlemiş olacaktır. Başarılı sonuçlar doğuran kararlar için yönetimin teşvik edilmesi, bir yandan da yöneticilere ödül-ceza sisteminin çalıştığını hatırlatacak, başarısız kararlarda yönetsel hakların da kayıplara uğrayacaklarına işaret edecektir. Tüm sorun, bu hakkaniyetli dengenin sağlanması ve bir sömürü ortamına fırsat vermeden faaliyetlerin sürdürülmesidir.

La Porta ve diğerleri 1998'da yayınladıkları *Dünyada Kurumsal Şirket Sahipliği (Corporate Ownership Around the World)*²⁶ adlı çalışmalarında Kurumsal yönetimin, yatırımcıları büyük ortaklardan ve yöneticilerden koruyan bir yöntem olduğunu ileri sürmektedirler. Aynı çalışmada, yazarlara göre, Kurumsal Yönetim, dış fonların transfer fiyatlaması ve/veya farklı yöntemlerle büyük ortakların sahibi oldukları diğer şirketlere aktarılmasını ve yönetim kademelerinde yeteneksiz aile fertlerinin bulunmasından dolayı şirketin veriminin düşmesine ve yöneticilere (bazen hak etmedikleri) aşırı ödemelerin yapılmasına engel olmalıdır. Temsil sorununun, yazarların işaret ettiği maddî boyutunun yanında, karar almada etkin büyük hisse sahibi ortakların şirket kaynaklarını israf etmeleri boyutu da vardır. Böylesi bir durumda, büyük ortakların zayıf yatırım seçeneklerini, risksiz ve net bugünkü değeri düşük (ya da negatif) projeleri desteklemeleri, iyi yöneticilerin önünü tıkayarak mevcut rant dengelerini koruyarak şirketi zarara uğratmaları da engellenmesi gereken diğer konulardır.

²⁶ Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes ve Andrei Shleifer, "Corporate Ownership Around the World" *Journal of Finance*, Nisan 1999b, Cilt. LIV, sayı.2, s. 471-517.

Tüm dünyada görülen ortaklık çeşitlerini pozitif yönlü bir sayı doğrusu üzerinde konumlandığımızı var sayalım. Orijine %100 kapalı aile şirketlerini “+∞”a dağınık ortaklık tipinde şirketleri yerleştirecek, çok açıktır ki ikisinin arasında az ya da çok yoğunlaşmış ortaklığa sahip şirketler yer alacaktır. Tüm bu şirket tiplerinde tek tip temsilci sorunundan, buna bağlı olarak da tek tip kurumsal yönetim yöntemlerinden bahsedemeyiz. Aile şirketlerinde sorun, ailenin ve üçüncü kişilerin çıkarlarının çatışmasıdır, bu tür şirketlerde sık rastlanılan durum, tutucu yönetimin değişimden kaçınması ve değişimin getirdiği fırsatları değerlendiremeyerek başarısız olmalarıdır. Bu başarısızlığın önlenmesi için geliştirilecek, başarılı bir kurumsal yönetim modeli, kurumsal yönetimin geçerli küresel kriterleri ışığında ama, şirketin kendi dinamikleri ile de uyumlu bir model olmalıdır. Çizdiğimiz farazî skalada “+∞” a doğru ilerledikçe, güçlü ortak yöneticilerin ya da yöneticilerin kontrol ve etki gücü zayıf azınlık hissedarlar ile yaşadıkları çatışmaların görülme sıklıkları artacaktır. +∞ da ise sorun tamamen hissedar-yönetici çatışması haline gelecektir. Ülkelerin kurumsal yönetim konusunda yaptıkları düzenleyici çalışmaların daha çok kılavuz niteliğinde olmasının altında yatan temel neden de, şirket tiplerinde ve dolayısı ile yaşanan çıkar çatışmalarının türlerinde görülen bu farklılaşmadır.

Bazı araştırmacılar, örneğin Berglöf ve Thadden²⁷ Kurumsal Yönetim literatürünün sermaye sağlayıcılara yönelik kısır bir araştırma alanında yürütüldüğünü, oysa ki konunun diğer “çıkar sahipleri (stake holders)” olarak adlandırılan diğer hak sahipleri açısından da incelenmesi gereken önemli bir boyutu olduğunu ileri sürmektedirler. Çalışanları, çalışan sendikalarını, tedarikçileri, müşterileri, kamu oyunu ve devleti kapsayan bu grubun kurumsal yönetim kapsamındaki rolleri ve bu rollerin sonuçları izleyen bölümde incelenmiştir.

²⁷ Erik Berglöf, ve Ernst-Ludwig von Thadden, , "The Changing Corporate Governance Paradigm: Implications for Transition and Developing Countries". **Conference Paper, Annual World Bank Conference on Development Economics**, Washington D.C., Haziran 1999 (Erişim): <http://ssrn.com/abstract=183708>, 12.03.2007, s. 6.

1.2.3. Şirket ve Diğer Hak Sahipleri Arasındaki Çıkar Dengeleri

Kurumsal Yönetim artık yalnızca yönetim kurulunun hissedarların çıkarlarına ne şekilde en iyi hizmeti vereceği anlayışından çıkmış, “Tüm yarardaşların haklarını nasıl korur ve onlara en iyi hizmeti nasıl sağlar?” sorusu çerçevesinde şekillenmeye başlamıştır.²⁸ Konunun çerçevesini genişleten bu anlayışa bağlı olarak 2002 yılında yayınladığı çalışmasında Siebens, Kurumsal Yönetimin, tüm farklı tarafların çıkarlarını dengeleme ve doğru, tam zamanlı ve objektif veriler ışığında seçenekler arasından seçim yapma sanatı olduğunu ileri sürmüştür. John ve Senbet²⁹ Kurumsal Yönetimin, şirketin yarardaşlarının, şirketin kontrol edici hissedarları ve yönetimi üzerine çıkarlarını koruyacak şekilde kontrol uyguladıkları mekanizmalar olduğunu belirtmiştir.³⁰ Tanımların ortak özelliği olarak, kavramın ilk çıktığı dönemlerde olduğu gibi yalnızca hissedar-yönetici-büyük hissedar üçgenindeki çıkar çatışmalarına yoğunlaşmamaları, bir bütün olarak piyasayı ve faktörlerini sisteme dahil etmeleri dikkat çekicidir. Zira, şirketin faaliyetlerine etki eden ve bu etkilerinden bir takım sonuçlar bekleyen yatırımcı ve yöneticiler dışında pek çok piyasa unsuru söz konusudur.

Her ne kadar, şu an dahi Kurumsal Yönetim pek çok ülkede uygulama zorunluluğu olmayan ve şirketin kendi inisiyatifi ile uyguladığı bir yöntem gibi algılansa da, bir yandan aşamalı olarak hukukî zorunluluk haline gelmesi, bir yandan da gerek yatırım gerekse marka olarak uygulandığı şirketi tercih edilir kılması nedeniyle artan bir ivmeyle önem kazanmaktadır. Bu çerçevenin temel sonucu da, Kurumsal Yönetimi ilgili tüm tarafları, yürürlükteki mevzuat ve şirket yönetmeliklerinde belirlenen bazı hakların kullanımıyla şirket üzerinde söz sahibi kılan ve kontrol erki sağlayan bir duruma getirmesidir.³¹

²⁸ Herman Siebens “Concepts and Working Instruments for Corporate Governance” **Journal of Business Ethics**, 2002, 39, s. 109-116.

²⁹ Kose John, Lemma W. Senbet “Corporate Governance and Board Effectiveness” **Journal of Banking and Finance**, 1998, 22, s. 371-403.

³⁰ Kula, a.g.e., s. 30

³¹ Kula, a.g.e., s. 30

Kurumsal Yönetim kapsamında yapılan önemli çalışmalardan biri olan Cadbury Raporu'nda Kurumsal Yönetim uygulamalarının ekonomik-sosyal amaçlar ve kişisel toplumsal amaçlar arasında denge sağlamayı hedeflediği ifade edilir.³² Etkin kaynak kullanımı ve faaliyetlerde hesap verilebilirlik temelleri üzerine kurulu bu yöntem, kişiler, şirket ve toplum çıkarları arasında dengeyi odaklar. Baums ve Scott³³ Kurumsal Yönetimin şirketin karar verme mekanizmasında etkili olan her gücü kapsayacak şekilde geniş bir tanımlamasını yapmışlardır. Bu tanım, işletmeyle ilgili tüm tarafların, ilgili olmalarına neden olan araç ve amaçları doğrultusunda ortaya çıkan haklarını Kurumsal Yönetim kapsamında şirkette kullanabileceklerini ifade eder. Her ne kadar hissedarlığın doğası gereği hissedarlar kurumsal yönetime en çok ihtiyaç duyan ve doğrudan bağımlı taraflar olsalar da, diğer ilgili tüm taraflar da, şirket faaliyetlerinin kurumsal yönetim çerçevesinde gerçekleşmesinden az ya da çok etkilenirler. Hissedar sözleşmeleri, yatırımın geri alınma süresi ve miktarı konusunda en belirsiz niteliğe sahip olmaları nedeniyle mülksüzleştirme tehlikesine karşı son derece korumasızdırlar. Bunun yanında ilgili taraflar olarak sayabileceğimiz devlet, çalışanlar, borç verenler ve tedarikçiler, işletme ile gerçekleştirdikleri işlemleri vade ve miktar parametreleri yönünden daha belirgin kılmışlardır. İşletmenin kendi taahhütlerinin yanı sıra sözleşme ile doğan haklarını yasalar ile görece olarak daha güvenli bir biçimde tesis etmişlerdir. Ancak tüm bu korunma mekanizmalarının üstünde, taraflar işlem yapacakları şirketin Kurumsal Yönetimi benimsemiş olmasına önem atfeder. Zira, yapılan çalışmalar Kurumsal Yönetimin uygulanmasının taraflar için yapacakları işlemlerde tercih nedeni olduğunu ve tüm ilişkilerde uygulamanın, şirket prestijine ve dolayısı ile değerine olumlu katkı sağladığını göstermektedir.

³² Cadbury Report, **a.g.e.** s. 8.

³³ Theodor Baums, Kenneth E. Scott, "Taking Shareholder Protection Seriously? Corporate Governance in the United States and Germany", **European Corporate Governance Institute Law Working Paper** No.17/2003, 2003, s. 4.

1.2.4. Kurumsal Yönetim Kavramının Ortaya Çıkmasına Neden Olan Ekonomik ve Sosyal Tetikleyiciler

Kurumsal yönetim, konuyu inceleyen tüm araştırmacıların öznel bakış açıları ile ele alabilecekleri geniş kapsamlı bir konudur. Bu nedenle de, ortaya çıkmasına neden olan yönetsel, hukukî, ekonomik, finansal ve sosyal birçok nedenden bahsedilir. Yine de son yılların işletme alanında en çok tartışılan yaklaşımının ortaya çıkış nedenlerini uluslararası sermaye hareketlerinin ve sermaye piyasalarındaki rekabetin artması, hisse senedi sahipliğindeki artış ve finans piyasalarında meydana gelen beklenmedik çöküşler nedeni ile kaybedilen yatırımcı güveninin yeniden tesis edilmesi olarak üç ana başlıkta ele almak yanlış olmayacaktır.

Kurumsal yönetim anlayışının ortaya çıkmasındaki nedenlerden biri olan uluslararası sermaye hareketlerindeki artış, uluslararası işletmelerin hemen hemen tüm ulusal ekonomilerde önemli bir faktör olarak yer almalarından ve sınırlar arası taşıdıkları sermaye ile birlikte küresel bir rekabete neden olmalarından kaynaklanmaktadır. Yerel işletmelerle oluşturdukları ortaklıklar ve birleşmelerle gerçekleştirdikleri doğrudan yatırım ya da işletmelerin dolaşımdaki sermaye piyasası araçlarına gerçekleştirdikleri yatırımlar nedeni ile, yerel işletmelerin uluslararası sermaye pastasından pay alma çabaları artmaktadır. Sermaye hareketlerinin yönünü ise yatırım yapılacak işletmenin getiri düzeyi ve elde edilecek getirinin geri alınma kolaylığı başta olmak üzere pek çok faktör belirler.

Uluslararası sermaye hareketlerine yön veren hiçbir kişi ya da kurumsal yatırımcı, geri alamayacağı bir yatırım kararı ile, tasarruflarının ortadan kalkmasını istemediğinden, tercihlerini yatırımcıya getiri sağlayan ve yatırımcı haklarını gözetten işletmelerden yana kullanacaktır. Böylece dünya ekonomisinde yaşanan gelişmelerin sağladığı likidite ile hız kazanan fon hareketlerinin yönü, yönetim anlayışı olarak yatırımcının çıkarlarını gözetten, yatırımcıların güven duydukları işletmelere yönelmiştir. Bu durum,

işletmelerin ve ülkenin yatırımcıları çekmek üzere bir takım düzenlemeler yapmalarına neden olmuştur.

Kurumsal yönetim anlayışının ortaya çıkmasına neden olan bir diğer faktör hisse senedi sahipliğinin artmasıdır. Gelişmiş ülkelerdeki hisse senedi sahibi insanların sayıları hızla artış göstermektedir. A.B.D.’de emeklilik fonları yolu ile her iki kişiden birisinin dolaylı olarak hisse senedi sahibi olduğu ortaya çıkmaktadır.³⁴ Bunun sonucu olarak, halka açık işletmelerin şeffaf bir yönetim sergilemeleri önem kazanmıştır. Yatırımcıların korunması amacı ile sermaye piyasalarını düzenlemekle sorumlu kuruluşlar kurumsal yönetime ilişkin düzenlemeler yapmaya başlamışlardır.

Kurumsal yönetim anlayışının ortaya çıkmasında ve yaygınlaşmasında, belki de ülkeleri yasal düzenlemeler yapma noktasına getiren en önemli neden, yolsuzluklar nedeni ile yaşanan şirket iflâslarıdır. Enron gibi dev bir enerji şirketinin iflâsı, A.B.D. ekonomisinde büyük bir deprem yarattı; bir çok küçük şirketle birlikte WorldCom, Global Crossing, Qwest, Adelpha, Xerox ve Tyco gibi dünyada ün yapmış şirketler de Enron’u izledi. Bu olaylar, özel şirketlere, işletme yöneticilerine, muhasebe ilke ve kuralları ile denetim uzmanlarına yıllardır gösterilen toplum güvenini derinden sarsmıştır.³⁵

Amerika Birleşik Devletleri 23 Ocak 2002 tarihinde tam bir yasa metni olarak dünyanın ilk kurumsal yönetim yasasını, Sarbanes-Oxley Yasasını yayınladı. Yasa tam da kurumsal yönetim eksiklikleri ve muhasebe skandalları nedeni ile 63 milyar \$’lık aktif büyüklüğü ile A.B.D.’nin en büyük 7. şirketi olan Enron’un iflâsı ertesinde geldi. Bu büyüklükteki bir aktif ile, o güne kadar yapılmış ilk iflâs talebi idi. Üstelik Enron, iflâsı sırasında tek başına yok olmadı, peşinden dünyanın en prestijli denetim firması olan Arthur Andersen’i de sürükledi.

³⁴ Mahmut Demirbaş ve Süleyman Uyar, “Kurumsal Yönetim İlkeleri ve Denetim Komitesi” Güncel Yayıncılık, Nisan 2006, İstanbul, s. 21.

³⁵ Samuel A. D., Piazza Jr. ve Robert G. Eccles, “Building Public Trust - The Future of Public Reporting”. John Wiley and Sons Inc., NY, 2002, s.15

Medyayı aylarca meşgul eden ve tüm dünyada yankı uyandıran, üstelik Kurumsal Yönetimi gündem olarak belirleyen “Enerji Devi” Enron ve denetim şirketlerinin “Amiral Gemisi” Arthur Andersen’in bağlantılı iflâs süreçleri kısaca şöyledir:

A.B.D. Ticaret Yasası’nın özel maddesi uyarınca, halka açık anonim şirketler, sermayelerinin en az %3’ü kendi ortakları ve yöneticileri dışındaki kişi ve kuruluşlara ait olan özel amaçlı şirket kurabilmekte ve bu şirketin finansal tablolarını ana şirketinki ile birleştirmeden faaliyet raporu yayınlatabilmektedirler. Enron, bu maddeyi fark ettikten ya da işlevini idrak ettikten sonra biraz fazlaca ilgi gösterdi ve önce ChewCo, sonra LJM, LJM2 gibi SPE’leri (Special Purpose Entities - Bilânço (Konsolidasyon) Dışı Özel Amaçlı Şirketler) kurarak Enron’un (ana şirket) kârlarını olduğundan fazla gösterecek finansal işlemler yapmaya başladı. Dönem sonlarında Enron, bu şirketlere bazı varlıkları yüksek değer ile satıyor, kârlarını şişirdikten sonra da, satış sonunda LJM’lerden alacağını tahsil etmeyerek bu alacağını Enron’un borçlarına mahsup ediyordu. Böylece, yüksek kârlı sonuçlar doğuran bir işlemle, aslında Enron’un yönetiminde olup, yasal haklardan yararlanılarak Enron bilânço ve malî tablolarında gösterimi zorunlu olmayan bu yan şirketlere, Enron’un borçları transfer edilmiş oluyordu. İşlemler sonunda Enron’un satışları (ve bu satışlara ilişkin kârları) artmış, borçları azalmış, varlıklar SPE’ye (SPE’lere) teslim edilmediği halde o şirketin (şirketlerin) varlıkları ve borçları artmış görünmekte idi. Sonuçta 63 milyar dolar aktif büyüklüğüne sahip, A.B.D.’nin 7. büyük şirketi durumundaki Enron iflâs talebinde bulundu. Enron’un durumu, muhasebe, denetim, işletme ve yönetim bilimi prensiplerini yeniden oluşturmaya yönelten, Kurumsal Yönetim kavramının global bir değer ve zorunluluk olmasını sağlayan itici güç oldu.

Enron ve yöneticileri bu ortaklıkların sayılarını artırarak, halka açık Enron hesapları içerisinde yapamayacakları muhasebe hileleri ile, Enron kârlarının olduğundan yüksek, borçlarının da olduklarından düşük gösterilmelerini sağlamaktaydılar. Bu işlemlerden yararlanan yöneticiler,

yükseltilen Enron hisse senedi fiyatlarından yararlanarak büyük çıkarlar sağlamaktaydılar. Öyle ki, Enron yöneticilerinden Genel Müdür Jeffrey F. Skilling, genel müdürlük yaptığı sürede maaş, ücret ve ikramiyelerden net 14 milyon \$ gelir elde etmişken; asıl kazancını şirketin kendisine sağladığı hisse senedi satın alma hakkı ile elde etmiştir. 14 Ağustos 2001'de özel nedenler ileri sürerek şirketteki görevinden istifa eden Skilling, istifasından bir ay kadar önce elinde bulunan hisse senetlerinin 500.000 adedini satmıştır. Görevde kaldığı süre boyunca hisse senedi satın alma hakları sayesinde 89 milyon \$'lık bir servet elde etmiştir.

Fiktif kârlılıkla balon gibi şişen ve Ağustos 2000'de hisse senedi fiyatı 90,56 \$'a kadar yükselen Enron'un Yönetim Kurulu Başkanı Kenneth Lay ise ücret ve ikramiyelerinden 19 milyon \$ gelir elde etmiştir, ancak o da asıl servetini hisse senedi satın alma hakkı ile elde etmiş ve bu yolla 217 milyon \$ kazanmıştır. Yargılandıktan sonra mahkemece;

- şirket gerçeklerini topluma olduklarından farklı göstermek,
- şirket zarar ederken, büyük kârlar edildiğini gürültülü biçimde ilân etmek,
- bağımsız denetim uzmanlarını (Arthur Andersen) gerçek dışı bilgiler ile aldatmak suçlarından suçlu bulunan Lay, tüm servetini ve ününü yitirdikten sonra, sonunda onanmasına kesin gözü ile bakılan mahkumiyet kararını temyize göndermeye hazırlanırken, geçirdiği kalp krizi sonucu bu yolda hayatını da kaybetmiştir.

Tüm dünyada geniş yankılar uyandıran Enron olayı, yalnızca Enron'u değil, A.B.D.'nin en prestijli denetim şirketi Arthur Andersen'i de bitirmiştir. 15 Haziran 2002'de kesinleşen mahkeme kararı ile Arthur Andersen şirketi, Enron soruşturmasında adaletin gerçekleşmesini engellemekten suçlu bulunmuş ve AA şirketinin prestijli çalışma hayatı trajik bir biçimde sona ermiştir. Aslında AA yetkilileri SPE'ler kullanılarak yapılan, kompleks olmayan hileleri Şubat 2001'de fark etmiş, ancak firma ortakları yaptıkları toplantıda

yılda ortalama 50 milyon \$ net kazanç sağladıkları Enron'un uygulamalarını uygunsuz bulmakla birlikte, Enron gibi kârlı bir müşteriyi terk etmeme kararı almışlardı. 21 Ekim 2001'de SEC'in * Enron'un konsolidasyon dışı şirketler ile yaptığı tüm işlemleri inceleyeceğini açıklamasının üzerine, Enron ile ilgili yapılan çalışma ve tespitlerin bir kısmını ortadan kaldırarak hem suçu örtbas etmeye çalışmış, hem de AA gibi prestijli bir denetim şirketinden hiç beklenmeyecek bir biçimde iş ve toplum hayatı etiğine uymayan bir biçimde suça ortaklık etmiştir.

Tüm bu makyaj çabaları sonuçsuz kalmış ve Enron ile AA tamamen bitmişler, tüm dünyada muhasebe, denetim, işletme ve yönetim bilimleri ile ilgili teorik ve pratik bilgi birikimi yeniden gözden geçirilmeye başlanılmış ve tüm bu sıkıntıların, ilgili tüm tarafların çıkarlarına uygun bir yöntem ve yöntemler bütünü ile bertaraf edilmesi ihtiyacı doğmuştur. Bu noktadan sonra, son 15 yıldır tartışılan ancak, bu dönem boyunca biraz ütöpik bir iş etiği gibi görünen Kurumsal Yönetim kavramı, uygulanır biçime dönüştürülmesi gereken ve dönüştürülen bir yöntem olarak uygulanma olanağı bulmuştur.

Tüm ülkelerde düzenlenen Kurumsal Yönetim ile ilgili yasa, ilke ve kuralların hedefi, büyük ölçüde yitirilmiş bulunan kamu güveninin yeniden kazanılmasıdır. A.B.D.'deki Sarbanes-Oxley (SOX) yasasından önce ve sonra, bu konuda öteki ülkelerde de birçok gelişme olmuştur. Bu gelişmeler aşağıdaki tabloda sıralanmışlardır.

* **Securities and Exchange Commission** - Hisse Senetleri ve Borsa Komisyonu, A.B.D.'nin en etkili bağımsız üst kurullarından birisidir.

Tablo 1 - Kurumsal Yönetim ile İlgili Ülkeler Bazında Yasal Düzenlemeler

Düzenleyen	Düzenleme Yılı	Yasal Düzenlemenin Adı
İngiltere	1999	The Combined Code (Kurumsal Yönetim Birleşik Yasası)
Fransa	1999	Kurumsal Yönetim Parlamento Komisyonu Kararı
Almanya	1998	Alman Adalet Bakanlığı Bildirisi
Türkiye	2003-2005	Sermaye Piyasası Kurulu'nun 4.7.2003 tarih ve 35/835 sayılı kararı ile yayınlanan Kurumsal Yönetim İlkeleri (İlk metin 2003'te yayınlanmış, 2005'de revize edilmiştir).
AB	2000(1) 2000(2)	(1) Kurumsal Yönetim Komite Kararı (2) Avrupa Ortaklıklar Bildirisi
Çin	1999	Hisse Senetleri Yasası
Hong Kong	1993	Hong Kong Borsası Kurumsal Yönetimde En iyi Uygulamalar Bildirisi
Japonya	2000	Keidanren Kurumsal Yönetim Komitesi Bildirisi
Malezya	2000	Kurumsal Yönetim Yasası
Asya Kalkınma Bankası	1999	Asya Kalkınma Bankası Kurumsal Yönetim İlkeleri
A.B.D.	2002	Sarbanes-Oxley Yasası
OECD	1999	OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri
Hollanda	2003	The Dutch Corporate Governance Principles of Good Corporate Governance and Best Practice Provisions

Kurumsal yönetim kavramının ortaya çıkmasını sağlayan temel nedenleri ifade ettikten sonra, büyük resmi görebilmek için, ilkelerin doğuşuna öncülük eden ve özendiren ekonomik ve sosyal gelişimleri şöyle sıralayabiliriz:³⁶

Dünya ekonomisindeki büyük değişim (1989-2000)

- “Demir Perde”nin kalkması ve “Berlin Duvarı”nın yıkılması (1989).
- “Dünya Ticareti”nin Bloklaşması.
- Özelleştirme Akımı (1985-2000).
- Ekonominin Liberalleşmesi, kapitalizmin yaygınlaşması.

³⁶ Mustafa A. Aysan, **Kurumsal Yönetim ve Risk**, Elif Ofset Matbaacılık, 2007, s. 75.

- Küreselleşmenin Hızlanması, özel kesim işletmelerinin önem kazanmaları.
- Uzak Doğu'dan patlak veren Dünya Ekonomik Bunalımı 1997-1998.
- Bunalım içinde ortaya çıkan yolsuzluklar.
- Büyük iflâsların şokları,
 - Asya ve Rusya Finansal Krizleri, Rusya Moratoryumu (1998),
 - Büyük Muhasebe Skandalları:
Enron, Arthur Andersen, WorldCom, Parmalat.

Böyle bir çerçeve içerisinde

- Yolsuzlukları ve rüşvetleri önleyeceği,
- Yatırıma hevesli olan kişileri yeniden yatırıma özendireceği,
- İhtiyaç duyulan Kamu Güvenini (Public Trust) geri getireceği,
- İşletme ilgilileri arasındaki çıkar çekişmelerinin en aza indirilmesi için, aralarında çıkar çatışmaları olan ilgililer arasında uzlaşma sağlayacağı,
- Ülke ekonomilerinin, uluslararası yatırımcılar için çekiciliklerini artıracığı, yabancı sermayeyi özendireceği,
- Ekonomik kalkınmayı hızlandıracığı konusundaki eğilimleri güçlendireceği inancı, ve
- İşletmeleri güçlendirerek uzun ömürlü kılması beklentisi

çok kısa sürede pek çok taraftar bulmasını sağlamıştır.

1.3. KURUMSAL YÖNETİMİN AMACI

Bir yandan bilişim sektöründeki ilerlemeler, diğer yandan da hızlı küreselleşmenin etkileriyle haritalar üzerindeki sınırlar fon transferleri için engel olmaktan çıkmış, saniyeler içerisinde gerçekleşen bu transferleri şirketlerine ve ülkelerine çekebilmek için fon talep edenler en cazip ve güvenilir koşulları tesis etmeye çalışır olmuşlardır. Seçeneklerin son derece fazla olduğu günümüz koşullarında, rekabet üstünlüğü sağlamak için başta fon arz edenler olmak üzere, tüm menfaat sahiplerinin haklarını en ideal şekilde korumak amacıyla güvenilir sistemlere duyulan ihtiyaç da artmıştır.

Mevcut yönetim mekanizmalarının sorgulanması ve yakın tarihte meydana gelen finansal skandallar sonucunda sarsılan yatırımcı güvenini yeniden kazanmak üzere başvurulmuş temel yöntem olan Kurumsal Yönetim, bu konuda güvenilir sistemlere duyulan ihtiyacı karşılamaktadır.

Kurumsal Yönetim üzerine yapılan çalışmaların pek çoğunda, her ülke için geçerli tek tip bir kurumsal yönetim modelinin olamayacağı ve oluşturulacak modelin ülke dinamikleri ve şirketin ortaklık dağılımıyla örtüşmesi gereği önemle vurgulansa da, tüm Kurumsal Yönetim yaklaşımlarında amaçlanan, hissedarlar adına halka açık anonim şirketi yöneten yönetim kurullarının, faaliyetleri süresince adillik, şeffaflık, hesap verebilirlik ve sorumluluk esaslarına göre hareket etmeleridir.

Bu amacın gerçekleşmesi sırasında:³⁷

- İşletmelerin etkin yönetimi ile hissedar kazancının en üst düzeyde gerçekleştirilmesi,
- İşletme fonlarının akıllıca ve verimli bir biçimde kullanılması için işletmelere güvenen yatırımcıların haklarına en üst düzeyde öncelik verilmesi ve özen gösterilmesi,

³⁷ Demirbaş ve Uyar, **a.g.e.**, s. 36.

- Daha fazla şeffaf, dürüst ve ortaklarına, çalışanlarına, topluma ve çevreye karşı daha fazla sorumlu olmanın ve hukukun üstünlüğünün işletme bilincine yerleştirilmesi, sağlanmalıdır.

Kurumsal Yönetim ilkeleri OECD'ye üye olan ve olmayan hükümetlere, ülkelerinde konuyla ilgili yasal, kurumsal ve düzenleyici çerçeveyi değerlendirmede ve geliştirmede de yardımcı olmayı hedeflemektedir. Ayrıca bu ilkeler borsalar, yatırımcılar, şirketler ve iyi kurumsal yönetimin geliştirilme sürecinde rolü olan diğer kuruluşlara da kılavuzluk edip önerilerde bulunmayı amaçlamaktadır.

Kurumsal Yönetim ilkeleri kuramsal olarak, hisseleri menkûl kıymet borsalarında işlem gören şirketler için ortaya çıkmıştır. Ancak daha önce de ifade edildiği gibi tek tip ve değiştirilemez bir model yerine ülke ve şirket dinamiklerine uygun varyasyonlarının geliştirilmesi olanaklı ve gereklidir. Bu kapsamda ilkeler, hisseleri menkûl kıymetler borsalarında işlem görmeyen şirketlere de uygulanabilir. Üstelik böylesine bir uygulama, kurumsal yönetim deneyimini artıracak, piyasa dinamiklerine göre ülke için geçerli kılavuz bir model geliştirilmesine de katkı sağlayacaktır.

1.4. KURUMSAL YÖNETİMİN ÖNEMİ

Kurumsal Yönetim konusunun son yıllarda kamuoyunun dikkatini çekmesinin nedeni, genel bir anlatımla şirketlerin ve dolaylı olarak toplumun sağlıklı işleyişinde yüklendiği misyondur. Kapsamının çok geniş olması nedeni ile, konuyla ilgili yapılan çalışmalar, çalışma yapanın ilgilendiği yönü öne çıkarttığı ve buna bağlı tanımlamalar yaptığı, sonuçlara göre de önemini ifade ettiği çok geniş bir yelpazeye yayılmış durumdadır. Bu nedenle, bir hissedarın, hissesine sahip olduğu şirketle ilgili beslediği beklentilerden, küresel ekonomik kaygılara kadar çok geniş bir skalada karşımıza çıkan

kurumsal yönetim konusunun önemini farklı noktalardan ele alıp incelemek faydalı görülmüştür.

1.4.1. Çıkar Sahipleri Açısından Önemi

Üretimde kullanılan kaynaklara sahip olanlar tüm kontrolü girişimciye devrettikten sonra, artık yönetim için yararsız hale gelirler ve yöneticiler açısından gelecekteki nakit akımlarını kaynak sahiplerine aktarmak için hiç bir zorunluluk kalmaz.³⁸ Şirketin varlıkları üzerindeki kontrol, yöneticinin elinde olduğu için, yönetici kolaylıkla bütün nakit akımlarına el koyabilir veya aldığı ücretten ayrı gelir temin ederek kontrol erkinin özel faydalarından yararlanabilir. Bu durum literatürde, birçok araştırmacı tarafından temsil edilme sorunu olarak adlandırılmıştır.³⁹ Eğer, yatırımcılar korunmuyor ve şirketi kontrol edemiyorlar ise, onların izlemeleri gereken en rasyonel yol, hiç yatırım yapmamaktır. Bu durum, şirketler için özellikle dışarıdan finansmanı olanaksız kılabileceği gibi, yeni yatırımlar ile piyasa dinamiklerinin korunması ve genel toplum refahı da elbette olumsuz etkilenecektir. Yöneticilerin gücüne karşı, yatırımcının koyduğu parayı geri almasını sağlayacak temel unsur, yine yatırımcı gücü olmalıdır. Bu, yönetim kurulu üyelerini değiştirmek, yönetimi temettü ödemek için zorlamak, dışarıdaki yatırımcıların aleyhine çalışan proje ya da yatırımı durdurmak, yönetim kurulu üyelerine dava açarak onlardan tazminat almak veya şirketi tasfiye ederek gelir elde etmek amacıyla güç kullanmak biçiminde olabilir. Bu hakların yatırımcı tarafından elde edilmesi elbette uygun hukukî altyapının var olması durumunda gerçekleşecektir. Ancak, yasal sistemin bir kurallar bütünü olduğu, esnekliklere sahip olmakla birlikte sonsuz sayıdaki olası durum için ayrı ayrı çözümü olmadığı göz önüne alınırsa, yatırımcıyı koruyacak en akılcı yöntem, kurumsal yönetimi özümsemiş ve hakkaniyetle uygulayan bir şirkete yatırım yapmaktır.

³⁸ Gürbüz ve Ergincan, **a.g.e.**, s. 6

³⁹ Rafael La Porta, v.d., “Investor Protection: Origins, Consequences, Reform”, **Financial Sector Discussion Paper**, No. 1, The World Bank, Eylül 1999, s. 8-20.

Kurumsal Yönetim, temsil sorunu yaşayan şirketlerde görülen çıkar çatışmalarını en aza indirmek ve âdil bir şirket yapısı oluşturmak için gereklidir. Temsil sorununun olmadığı bir şirkette, çıkar çatışmaları olmayacağından, kurumsal yönetime de gerek yoktur.⁴⁰

Yatırımcıların yatırım kararları, hem bulundukları ülkenin ekonomik istikrarına, hem de yatırım yapılan şirketin performansına bağlıdır. Şirketlerin performanslarının değerlendirilmesi ise tek başına yeterli değildir. Sürekli yüksek bir şirket performansı sağlanabilmesi için özellikle, yönetim yapısının ve yönetimin bilinmesi, şirket performans sonuçlarının şeffaf ve gerçekçi olması yatırımcıların karar almasında önemli etkenlerdir. Sonuçta yatırımcılar şeffaf ve hesap verebilir şirket yönetimlerine sahip şirketleri tercih etmektedirler. Örneğin, İngiliz Hermes şirketinin yaklaşık 50 milyar £'luk yatırımı, sayıları 3000'e yaklaşan şirkete dağılmış durumdadır. Ancak Hermes bu yatırım kararlarını kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan şirketlere yöneltmektedir.⁴¹

Yaşanan tüm ekonomik zorluklar, şirketlerin yatırım paylarını azalttığından, bu şirketlerin cazip birer yatırım unsuru haline gelmeleri, kurumsal yönetim uygulamalarını geliştirmeleri ile mümkündür.

2002 yılında farklı kıtalara yayılmış 31 ülkeden 9 trilyon USD'lik varlık yöneten 201 finansal kurum yöneticisine McKinsey tarafından uygulanan anket çalışmasında, yatırımcıların önemli çoğunluğunun iyi yönetilmekte olan işletme hisselerine prim ödemeye hazır oldukları ortaya koyulmuştur. Ortalama primler Fas için en yüksek (%41), Kanada için en düşük (%11) olup, Türkiye için %27 olarak saptanmıştır.⁴² Dikkat çeken nokta ise, primin kurumsal yönetimin ülke genelindeki geçerliğiyle ters orantılı olmasıdır.

⁴⁰ Oliver D. Hart, "Corporate Governance, some Theory and Implications" **The Economic Journal**, cilt CV, sayı 430 Mayıs 1995, s. 678.

⁴¹ Ceyhun Göcenoğlu, K. Zeynep Girgin, "Kurumsal Yönetimin Türkiye'deki Kurumsal Sosyal Sorumluluk Uygulamalarına olan Etkileri", **Orta Anadolu İşletmecilik Kongresi**, Ankara, 2004 s. 6.

⁴² Kula, **a.g.e.**, s. 50.

Yatırımcıların iyi kurumsal yönetim skoruna sahip şirketlere ödemeye hazır oldukları prim, şirketlerin hisse senedi başına sağladıkları getiri ile de ilişkilendirilmektedir. Gelişmekte olan piyasalarda en büyük 100 şirketin üç yıllık A.B.D. doları bazında getirisi %127 iken, CLSA (Credit Lyonnais Securities Asia) anketinde en iyi kurumsal yönetim skoruna sahip olan Güney Doğu Asya Ülkeleri şirketlerinde bu oran 2 kattan fazla olup %267 civarındadır.⁴³

Kurumsal yönetimi önemli kılan bir diğer nokta da, kurumsal yönetim ilkelerinin, karar sürecinde çıkar sahiplerinin çıkarlarının gözden geçirilmesini vurgulamasıdır. Bunun için gerekli araçları tanıtmakta ve farklı çıkarların dengeli bir biçimde şirket stratejilerine yansıtılmasının yolunu açmaktadır. Böylece işletmelerin başarısı için çalışanlar arasında oluşturulması gereken “amaç birliği” kavramı, bir anlamda diğer çıkar sahiplerini de kapsayacak biçimde genişlemektedir.

1.4.2. Fon Sağlama ve Etkin Kaynak Kullanımı Açısından Önemi

İşletme finansmanının öncelikli ve değişmez işlevi, şirket için gerekli fonun sağlanması ve kullanımıdır. Bu işlev, 20. yüzyılın ilk yarısında başlayıp ikinci yarısında gelişen, en son aşamasında “şirketin piyasa değerini, dolayısı ile kuruluşun sahiplerinin servetlerini en yüksek düzeye çıkarma” biçiminde, piyasa içerisinde işletmenin yaşamsal ilişkilerine yön veren bir hedefe yönelmiştir.⁴⁴ Şirketin yeni yatırımlar yapması, mevcut yatırımlarını büyütmesi ve güçlendirmesi için, gereksinim duyacağı fonu sağlama gerektir. Fon arz edenlere, yapacakları yatırımın geri dönüşü ile ilgili bir takım tatmin edici açıklamalar yapmayan bir şirketin işletme dışı kaynaklardan böylesi bir fonu elde etmesi kolay değildir. İşletmenin, talep edilen fonun ne şekilde yatırıma

⁴³ CLSA, “Corporate Governance in Emerging Markets” **CG Watch Report** 2001: 1, (Erişim) www.clsa.com, 21.06.2007, s. 1-4

⁴⁴ Oktay Güvemli, **Türk Devletleri Muhasebe Tarihi** Cilt I, İstanbul Y.M.M. Odası Yayını, İstanbul, Nisan 2000, s. 19.

ve getiriye dönüşeceğini açıklaması, şeffaflık anlayışıyla doğrudan ilişkilidir. Yatırımcıya ya da fon sağlayacağı herhangi bir başka kaynağa, gerekli güven ortamını sağlayamayan bir işletme, işletme dışı kaynaklardan istediği koşullarda fon bulamaz. Böylesi bir durumda, oto-finance seçeneği de, yatırımcıların yatırımları için, kendilerine gerekli güven koşullarını sağlayan başka seçenekleri değerlendirebilmeleri nedeni ile olanaksız hale gelebilir. Bu koşullar altında, işletmenin, fon arz edenlerin talep ettikleri güven ortamını sağlamaktan başka seçeneği olmadığı görülmektedir.

Kurumsal yönetim uygulamalarını, gereksinim duyulan bu güven ortamının tesis edilmesi doğrultusunda hayata geçirebilen işletmelerin en büyük ödülü, fon kaynaklarına istenilen koşullarda, daha ucuz, hızlı ve kolay ulaşmasıdır. Kaynakların verimli kullanılmaları ve işletmenin bu kullanımı ilgili tüm taraflarla etkin bir bilgi alış veriş ile paylaşması, yatırımcıların, kaynakları yine verimli kullanacağını düşündükleri işletmenin yeni yatırımları için hızlı, kolay ve görece ucuz fonlar olarak işletmeye sunmaları döngüsünü ortaya çıkarır. Kaynakların verimli kullanıldıkları ve işletmelerin finansman ihtiyaçlarını rahatlıkla karşılayabildikleri bir ortam ekonomik büyümeyi de beraberinde getirir. Konuya ilişkin olarak yapılan pek çok araştırma, yatırımcıların, kurumsal yönetim uygulamalarını benimseyen, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık konularında hassas davranan işletmelere yatırım yapmayı tercih ettiklerini ortaya koymuştur. Kurumsal yönetim uygulamalarının bir güven ve prestij simgesi haline gelmesi ile gözlenen, yatırımcıların uygulayıcı şirketleri tercih ederken, hisse senetleri değerinin üstünde fazladan bir prim ödemeyi kabul etmeleri durumu dikkat çekicidir.

Dünya genelinde önemli büyüklükteki fonları yöneten kurumsal yatırımcılar, emeklilik ve sigorta kuruluşları da fonları değerlendirecekleri şirketleri kurumsal yönetimi benimsemiş ve uygulayan işletmelerden seçmektedirler.

İşletmeler büyüdükçe şeffaflaşmak, topluma karşı hesap verebilir olmak ve dürüst olduklarını kanıtlamak zorunda kalacaklardır. Toplumun güvenini

sağlamak için başka bir genel-geçerli yöntem yoktur. İşletmelerin finansal piyasalarda değerlerini yükseltmeleri için sayılan esaslar ile uyum sağlamaları, kurumsal yönetim ve iç denetim tekniklerini işletme kültürüne yerleştirmeleri ile mümkündür. Yapılan bu tespit, ahlâkî normlar çerçevesinde geliştirilmiş bir öngörü değildir, aksine A.B.D. ve Avrupa ülkelerinde bu teknikleri uygulamayan şirketlerin borçlanmada ödedikleri yüksek faiz ve hisse senetlerinin düşük borsa fiyatlarının gözlenmesinin doğal çıkarımıdır. Yatırımcılar, birikimlerini yönlendirecekleri şirketin malî raporları kadar, iyi yönetilip yönetilmediğini de göz önünde bulundurmaktadırlar. Sermaye piyasası araçlarını kullanarak, daha geniş bir yatırımcı potansiyelinden borçlanma olanağı tanıyan uluslararası sermaye akımlarından uzun vadeli kaynak sağlamak isteyen şirket ve ülkeler için, kurumsal yönetim uygulamalarına işlerlik kazandırmak büyük önem taşımaktadır. Sağlanan kaynakların kullanımı açısından da kurumsal yönetim, gerek tek bir şirket bünyesinde gerekse ülke ekonomisinde etkin kaynak kullanımını teşvik etmektedir. Ekonomik sistemin sağlıklı işlemesi için, borç ve özsermaye niteliğindeki kaynaklar bunları en etkin biçimde yatırıma dönüştüren şirketlere yönelmelidir. İyi kurumsal yönetim, kaynakların kullanımı ve dağıtımında yetersiz ya da daha kötüsü şirket kaynaklarını haksız bir biçimde kendi kişisel servetine aktaran yöneticilerin değiştirilmesini sağlayarak maddî ve maddî olmayan sermayenin verimli kullanımını olanaklı kılar. Tam tersine şirket için yaptığı her işlemde şirketin ve dolayısı ile paydaşların çıkarlarını gözetmeyen yöneticilere sağlanacak teşvik de, etkin kaynak kullanımına olumlu katkı sağlayacaktır.

1.4.3. Küresel Ekonomik İstikrar Açısından Önemi

Şirketler başarılı performanslarını, yalnızca hissedar için değil, tüm ilgili tarafların çıkarlarını tatmin edebildikleri ölçüde sürdürülebilir kılacaklardır. Kurumsal yönetim yetersizlikleri nedeni ile değer yaratma potansiyelini gerçeğe dönüştüremeyen her işletme, ekonomik ilişkiler açısından bir kayıptır.

Kurumsal yönetimin son yıllarda bu kadar önem kazanmasının gerekçelerinden birisi de, şirket yönetimlerinde gözlenen suiistimal ve başarısızlıklardır. Konunun güncel ve sık tartışılır olmasında önemli bir gerekçe olan, yaşanan finansal krizler, krizlerin yaşandığı ülkelerin gelişmekte olan ya da gelişmiş ülkeler olmasından çok daha farklı bir noktada ortaya çıkmaktadır: *kurumsal yönetimdeki eksikliklerden*.

Şirket tepe yöneticilerinin yaptıkları, hukuken kesinleşen muhasebe hilelerinden kaynaklanan Enron, WorldCom, Adelphia gibi finansal skandallar, şirketlerin başta hissedarları olmak üzere tüm çıkar sahiplerinin çıkarlarını en fazla gözetecek yöntem olarak Kurumsal Yönetimi öne çıkarmıştır. Şirket hissedarlarının sayıca fazla ve hisselerinin az olduğu şirketlerde, şirket tepe yöneticilerinin şirket içerisinde gereğinden daha güçlü oldukları ve görev sorumluluklarını yerine getirip getiremediklerinin denetiminin zayıf ya da denetim dünyasının amiral gemisi olarak anılan Arthur Andersen'in batışının nedeni olan biçimde, yetersiz ve sübjektif olduğu görüşü dile getirilmektedir.

Birbirini izlercesine kısa aralıklar ile, büyük ve güvenilir (oldukları sanılan) şirketlerin iflâsları, tüm yatırımcıları, dahası toplumun her kesimini yakından ilgilendirmiştir. Her ne kadar hükümetlerin, koydukları yasalar ile oluşan kaosu ortadan kaldırmak üzere bir takım girişimleri olsa da, finans piyasalarında kaybedilen güveni yeniden oluşturmak, ancak finans piyasalarının oyuncularını tarafından gerçekleştirilebilir. Denklem basit görünmektedir; yatırımcıları cezbedecek şeffaf ve geribildirimli etkin bir kurumsal yönetim sistemi kuran işletme, ucuz fon ve şirket değerine yatırımcılarca biçilecek fazladan bir prim biçimindeki ödülü ile, bu girişimin karşılığını alacaktır. Piyasa ve rekabet koşulları, bu olanağı fark eden diğer şirketleri tetikleyecek, bu işletmeler de hakkaniyetle uygulanan kurumsal yönetim sistemleri oluşturacaklardır.

Bu noktada, beklenen ve gözlenen, etkin bir kurumsal yönetim anlayışının yerel sermaye piyasasının, sınır ötesi yatırımları ülkeye çekmesi ve ülkenin uzun vadeli sermaye yatırımlarına sahip olmasıdır.

Kurumsal yönetim uygulamalarının, kavramın doğası gereği sahip olduğu kamuyu aydınlatma ve şeffaflık esasları, şirket yapısında gözlenen aksaklıkların ivedilikle ortadan kaldırılması sonucunu ortaya çıkarır. Böylece güçlenen şirket ve şirketin önemli bir unsuru olduğu ülke sermaye piyasalarının aşırı duyarlı ve çabuk etkilenir yapısının azalmasının da, kısmen şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarının yeterli düzeye ulaşmış olmalarından kaynaklandığını söylemek mümkündür. Çünkü, işletmede uygulanacak kurumsal yönetim tekniklerinin en önemli sonuçlarından birisi, uygulandığı işletmeye finansal güç ve dalgalanmalara karşı dayanıklılık kazandırmasıdır; tekniğin uygulandığı gelişmiş ülke ekonomilerinde alınan sonuçlar bu fikri doğrulamaktadır.⁴⁵

Küreselleşme, finans sektörü de dahil olmak üzere, her alanda ülkelerin ekonomik olarak birbirlerine olan bağımlılık düzeyini artırmıştır. Günümüzde yatırımcılar hisse senedi yatırımı yaparken yalnızca kendi ülkelerindeki şirketler ile sınırlı kalmamakta, dünyanın her köşesindeki yatırım araçları ile ilgilenmektedirler. Yabancı yatırımların, özellikle gelişmekte olan ekonomilerde verimliliğin, yatırımların, gelirin ve ihracatın artması ile finans piyasalarını derinleştirme ve piyasalara sermaye akımlarını hızlandırma gibi olumlu etkileri vardır. Küreselleşme, sermayenin serbestçe dolaşımını kolaylaştırarak ekonomik gelişmeye katkıda bulunurken, kriz zamanlarında sermayenin daha çabuk ülkeyi terk etmesi sonucunu ortaya çıkarır.⁴⁶ Örneğin, Tayland'da 1997 yılı Aralık ayında başlayan Asya Krizi ve Rusya'da 1998 yılı Ağustos ayında meydana gelen kriz, kısa süre içerisinde ekonomisi güçlü ülkelerde bile

⁴⁵ Aysan, **a.g.e.**, s. 22.

⁴⁶ Andrew Stone, Kristin Hurley, Rughuir Syhan Khemani, "The Business Environment and Corporate Governance; Strengthening Incentives for Private Sector Performance", **The World Bank Business Environment Group, Private Sector Development Department**, Washington D.C., 1998, s. 3.

etkilerini hissettirmişlerdir. Türkiye’de 2001 yılı Şubat ayında yaşanan finansal krizin etkisinin, Rusya’dan Brezilya’ya kadar birçok ülkede hissedilmesinde yeni küresel dinamiklerin etkisi büyüktür.⁴⁷

Küresel piyasa koşullarında, fonun en avantajlı koşullar ile şirkete dolayısı ile ülkeye çekilebilmesi, güven ve istikrar ortamında, fonun uzun vadeli olarak kalmasının sağlanması, uygulayacakları etkin kurumsal yönetim stratejileri ile şirketlerin inisiyatiflerindedir.

1.4.4. Güçlü Bir Özel Sektör Oluşması Açısından Önemi

Özel sektörün, özellikle halka açık anonim şirketlerin, ekonomik faaliyetler içerisinde önemi gittikçe artan ve toplumun refahını artırıcı bir etkisi bulunmaktadır. Şirketlerden tasarrufları bir araya getirerek büyük yatırımlar yapmaları, istihdam sağlamaları, vergi ödemeleri beklenmektedir.

Anonim şirketlerin ortaya çıkışlarından başlayarak, sahip oldukları tüzel kişiliğin ve sınırlı sorumluluğun da sağladığı olanaklar ile, ekonomik ve toplumsal yaşamı etkiledikleri herkesçe bilinen bir gerçektir. Hattâ, ünlü kurumsal yönetim gurusu Robert Monks’un da dediği gibi, iş dünyası içtiğimiz sudan soluduğumuz havaya kadar hayatımızın her alanını etkilemektedir. Elbette ki ekonomilerin lokomotifi olan şirketlerin toplumsal hayatın her anına olumlu katkılar sağladıklarını söylemek, fazla iyimser ve abartılı olacaktır. Özellikle de, her ne kadar bu, şirketlerin tüzel kişiliğinin değil, yöneticilerinin sorumluluğunda olsa da, meydana gelen şirket skandalları ve bunların doğurdukları finansal krizler pek çok kişiyi olumsuz etkilemiştir.

Dünyada özel sektöre olan güvenin yeniden sağlanması için kurumsal yönetimin kalitesinin artırılması, giderek daha önemli hale gelmektedir. Başarılı kurumsal yönetim uygulamaları, yalnızca kaynakların israfını önleyen

⁴⁷ Doğan, a.g.e., s. 46-47.

iyi bir koruyucu olarak değil, aynı zamanda bir çok ülkede arzulanan finansal şeffaflığın, şirketlerin kontrol edilebilirliğinin ve yatırımların korunmasının da güvencesi olarak görülmektedir.⁴⁸

Özel sektörün ekonomik faaliyetler içerisindeki önemi arttıkça toplumun tüm kesimlerinin etkilendiği sonuçların ortaya çıkması kaçınılmazdır. Toplum şirketlere kendisi adına tasarruflarını değerlendirmesi, yatırım yapması ve emekliliğini ve bu süreçteki gelirini güvence altına alması konularında güvenmektedir.

Özel sektörün küresel ekonomik büyümenin temel faktörü olmasında, son yirmi yıldır devam eden özelleştirme rüzgârı, gelişen rekabet koşulları ve sermaye piyasalarının akışkanlığı etkin olmaktadır. Başarılı bir kurumsal yönetim anlayışı şirketleri ve dolayısıyla özel sektörü olumlu etkileyerek, ekonomik kalkınmayı sağlayacaktır.⁴⁹ Gerek kamu gerekse özel sektör, yatırımcıların güvenini koruyabilmek için başarılı kurumsal yönetim anlayışları oluşturmak ve geliştirmek durumundadır. Şeffaflığın ve kontrol edilebilirliğin geliştirilmesi, ekonominin her kesimini ilgilendirdiğinden, kurumsal yönetim anlayışında en temel noktalardır.⁵⁰

Bu gün şirketler, hızlı büyüyen, yüksek başarı düzeyini hedefleyen ve yakalayan, yatırımcıların ilgisini çekebilen ve patent, marka, stratejik ittifak gibi maddî olmayan duran varlıklara bağlı faaliyetlerde bulunan yapılara dönüşmüşlerdir. Üretim yöntemlerinin ve organizasyon yapısının da sürekli güncellenmeye tâbi tutulması, ortaklıkları kurumsal yönetim çerçevesinde başarıya götüren anahtarlardır.

⁴⁸ Joanna R. Shelton, “The Importance of Governance in the Modern Economy”, OECD, New Corporate Governance for the Global Company International Conference, The Institute of Chartered Accountants in England & Wales, Brussels, 1-2 Aralık 1998, s. 2-3.

⁴⁹ Stone, Hurley, Khemani, **a.g.e.**, 1998, s. 2.

⁵⁰ Emerging Markets Committee, “Causes, Effects and Regulatory Implications of Financial and Economic Turbulence in Emerging Markets”, **Interim Report**, IOSCO, 1998, s. 72.

Yapılan araştırmalar, kurumsal yönetim ile işletmelerin başarıları arasında pozitif bir korelasyon olduğunu ortaya koyar. Örneğın, İtalya’da kurumsal yönetimi ödünsüz uygulayan ve “Star Exchange” adlı endekse girmeye hak kazanan 37 adet orta ölçekli işletmenin değeri, kurumsal yönetimi uygulamayan benzerlerine göre %16,5 daha fazla artış göstermiştir.⁵¹ Kurumsal yönetim uygulamaları yaygınlařtıķça daha rasyonel bir yatırım ortamı oluşacak ve yatırımcılar daha büyük bir güvenle yatırım yapacaklardır. Bu bağlamda sermaye piyasalarında gelişimin önünü açacak itici güç kurumsal yönetim uygulamaları olacaktır.⁵²

Kurumsal yönetim sistemleri ve süreçleri oluşturmak, riski öngörmek ve yönetmek, pratikte sıklıkla tavsiye edilse de, kolay bir yöntem değildir; üstelik yüksek maliyetli ve zaman alıcı bir süreçtir. Ancak PwC* tarafından yapılan 8. Global CEO Araştırması’na göre CEO’lar (Chief Executive Officer), kurumsal yönetim uygulamasından elde edilecek faydaların, kurumsal yönetim uygulamaları için katlanılan maliyetlerden daha büyük olduğunu düşünmektedirler. Yapılan araştırmada, katılımcı 1300 CEO’nun 560’ının (%43) Kurumsal Yönetim’i, risk yönetimi, yasal boşluklardan kaynaklanan eksikliğın giderilmesi, değeri yaratma unsuru ve rekabet üstünlüğü sağlayan bir araç olarak gördüklerini ortaya çıkarmıştır. Yapılan çalışma kapsamında 730 CEO ise (%56), Kurumsal Yönetim’i firmaya marka değeri oluşturulmasına katkı sağlayan bir prestij unsuru olarak gördüklerini ifade etmişlerdir.⁵³

İyi kurumsal yönetim uygulamalarının şirketler ve ülke açısından önemli yararları bulunmaktadır. Konuya şirketler açısından bakıldığında kurumsal yönetim kalitesinin yüksek olması, düşük sermaye maliyeti, finansman olanaklarının ve likiditenin artması, krizlerin daha kolay atlatılması ve iyi

⁵¹ Demirbaş ve Uyar, **a.g.e.**, s. 33.

⁵² Sedef Seçkin Büyük, “İyi Yönetim Savaşçıları”, **Capital**, 7 Ekim 2003, s. 2.

* Pricewaterhouse Coopers kamu kurumlarına ve özel kuruluşlara 22 endüstri sektöründe endüstri odaklı denetim, vergi ve danışmanlık hizmetleri sunmakta olan A.B.D merkezli, 150 ülkede ofisleri bulunan, bir uluslararası kuruluştur. Türkiye’de Ankara, Bursa, İstanbul ve İzmir’de ofisleri bulunmaktadır.

⁵³ Demirbaş ve Uyar, **a.g.e.** s. 35.

yönetilen şirketlerin sermaye piyasalarından dışlanmaması anlamına gelir. Konuya şirketlerin çoğunun faaliyet gösterdikleri özel sektör ve dolayısı ile ülke açısından baktığımızda ise iyi kurumsal yönetim, ülkenin imajının yükselmesi, dahası yabancı sermaye yatırımlarının artması, sermaye piyasalarının rekabet gücünün artması, krizlerin daha az zararla atlatılması, kaynakların etkin bir biçimde dağılmaları ve sürdürülebilir yüksek refahın sağlanması sonuçlarını ortaya çıkarır.⁵⁴

Kurumsal Yönetim konusunu, son yıllarda gerek Türkiye’de gerekse tüm dünyada örneklerine sık rastladığımız şirket birleşmeleri ve satın almalar konusunda da incelemek faydalıdır. İçinde bulunduğumuz dönemde, kurumsal yönetimin önemini üst sıralara taşıyan etkenlerden birisi de artan rekabet koşullarının beraberinde getirdiği konsolidasyon eğilimidir. Giderek artan bir şekilde iş yaşamının gündemine girmekte olan şirket birleşmeleri ve şirket satın almalar, iş görme kültüründe zorunlu bir değişim yaşanmasına neden olmaktadır.

Birleşme öncesinde şirket içinde uzun vadeli ilişkilerin getirdiği güven nedeni ile, açık ve net biçimde tanımlanmamış bir çok konu, ortaklar arasında hesap verilebilirliğin sağlanması ve yapının profesyonelleşmesi için, kurumsal yönetim sistemlerinden faydalanılarak gerçekleştirilebilir hale getirilebilir. Bu kapsamda güç birliği yaparak farklı bir kimliğe bürünen yapının adaptasyonu da olumlu etkilenecektir. Yönetim kurulu üyelerinin seçimi, görev tanımlarının yapılması, yıllık çalışma plânı yapılması, performans değerlendirme yöntemlerinin geliştirilmesi ve yönetim kurulu toplantılarının gündeme bağlanması kurumsal yönetime geçiş sürecini hızlandıracak önemli girişimler olarak sayılabilir.

⁵⁴ Sermaye Piyasası Kurulu, **Kurumsal Yönetim İlkeleri**, Şubat 2005, s. 2.

1.4.5. Kurumsal Yönetimin Aile Şirketleri Açısından Önemi

Aile şirketleri, sosyal ve ekonomik açıdan dünyada ve Türkiye’de önemli bir yere sahiptir. Aile şirketlerinin temel amaçlarından birisi de, elbette ki sürekliliklerini sağlayarak sonraki kuşaklara ulaşmaktır.

Aile şirketlerinin dünya genelinde var olma sürelerine bakıldığında uzun süreli varlık gösteremedikleri tespit edilir. Aile şirketlerinin yaşadığı bu kötü sonuç, iş dünyasında şöyle değerlendirilmektedir:

Aile şirketlerini,

- ilk kuşak kurar,
- ikinci kuşak miras alır ve idare eder,
- üçüncü kuşak ise bitirir.

Bu konuda aile şirketlerinin varlıklarını uzun yıllar boyunca sürdürmeleri için ne yapmaları gerektiği, sürekliliklerinin önündeki engellerin neler olduğu soruları ile aşağıdaki sonuçlara ulaşılmıştır.

- Gelecek kuşağa geçişle ilgili plânlama yapılmalı;
- Aile şirketlerinde düzenlemeye gidilmeli, aile kurumsallaşmalı;
- Şirkette kurumsal yönetime geçilmelidir.⁵⁵

Kurumsal Yönetim ilkeleri öncelikle halka açık şirketlere yönelik düzenlenmiş olsa da, şirketlerin faaliyetlerini istikrarlı bir biçimde sürdürebilmelerine doğrudan etkisi nedeni ile, zaman içerisinde hisseleri işlem görmeyen şirketler için de giderek daha fazla gündeme gelmeye başlamıştır. Aile şirketleri kendilerine özgü avantajlarına bağlı olarak hızlı bir performans artışı gösterse de, şirketler büyüdükçe aile iki konuda yetersiz kalmaktadır.

⁵⁵ Şenol Babuşcu ve Adalet Hazar, **SPK Kurumsal Yönetim Derecelendirme Uzmanlığı Sınavlarına Hazırlık; Tüm Konular**, Akademi Consulting & Training, Ağustos 2007 s. 335

Bunlardan ilki yönetimdir. Bir ailenin sürekli başarılı yöneticiler yetiştirilmesi, genetik tesadüfler dışında mümkün olmadığından, sermayedar, bir noktada şirketi yönetmesi için bir profesyonel ile anlaşacaktır. Belli bir ücret karşılığı profesyonel yönetici istihdam etmektedir. Böylece risk alan sermayedar ve ücret karşılığında karar alan profesyonel yönetici rolleri ortaya çıkmakta, kısacası sahiplik ve yönetim birbirinden ayrılmaktadır. Bu ayrım söz konusu olduğunda ise, etkin bir biçimde izleyen sistemlerin kurulabilmesi için kurumsal yönetim ön plâna çıkmaktadır.

Aile şirketlerinde kurumsal yönetimi ön plâna çıkaran ikinci konu ise, sermayedir. Aile sermayesinin yetersiz kaldığı durumda, ortaklık kurumsal yatırımcılar, finans kurumları ve bireysel yatırımcılardan sermaye ihtiyacını karşılamak üzere fon teminine yönelecektir. Bu şekilde ortaklıkların kurulması sonucunda tarafların birbirlerine karşı sorumlulukları kurumsal yönetimi zorunlu kılar, çünkü kurumsal yönetim, mülkiyet sahibinin sermaye ortaklığından doğan haklarının korunmasını ve geliştirilmesini sağlamaktadır.

Kurumsal yönetim, aile şirketlerinde sürdürülebilirlik açısından başlıca koşul olan aile ve şirket arasındaki ilişkilerin düzenlenmesi bakımından da büyük önem taşır. Örneğin, aile şirketlerinde geliştirilecek olan kurumsal yönetim düzenlemeleri ile, profesyonel yöneticilerin performans şeffaflığı ve performans bazında ücretlendirme, kariyer gelişim yollarının aile tarafından tıkanmasının önlenmesi sağlanabilir. Bunun yanında ister dışarıdan olsun, ister aile bireylerinden biri olsun, tüm yöneticilerin aynı performans sistemine tâbi olmaları, yetkilendirme ve karar alma sürecinde vasıflı yöneticilerin yer almalarını sağlayacaktır.

Şirket sahibi aileler açısından ortaya çıkan bir diğer faydalı sonuç, yönetime katılmayan aile kökenli hissedarlara sağlanan şirket performansını şeffaf bir biçimde izleme ve sorgulama avantajıdır. Temettü dağıtımı, borçlanma gibi önemli konularda, satın alma, birleşme, büyük yatırımları gerçekleştirme gibi stratejik konularda söz sahibi olma getirilerinin yanında,

işleyen bir kurumsal yönetim sistemi sayesinde şirkete zarar verecek olası çıkar çatışmalarının da önüne geçilebilir.

Sürdürülebilir performans için kritik konular arasında yer alan bir diğer unsur, aile şirketleri için yapılması gereken yedekleme plânıdır. Kurumsal yönetim ile aile şirketlerinde yönetimin yeni kuşaklara devredilmesi süreci plânlı bir biçimde yönetilerek, akılcı bir yaklaşımla hassas dönemlerde olası krizlerin önüne geçmek mümkündür.

1.5. OECD KURUMSAL YÖNETİM İLKELERİNİN İNCELENMESİ

Kurumsal Yönetim, serbest rekabet koşullarının kurumsallaştığı gelişmiş ülkelerde, 1930'lardan başlayarak önem kazanmış ve son yirmi yılda başta OECD ve Dünya Bankası olmak üzere, kurumsal yatırımcılar borsalar ve uluslararası sermaye piyasalarının yönlendirmesiyle bir çok ülkede kurumların yönetilme tarzını belirler duruma gelmiştir.⁵⁶ Sayılan dinamik faktörler arasında kuşkusuz OECD, hükümetlerin işletme yönetimi konusunda kendi ülkelerinde yasal ve kurumsal altyapının değerlendirilmesi ve iyileştirilmesinde gösterdikleri çabalara yardımcı olmak üzere, 1999 yılında yayınladığı “Kurumsal Yönetim İlkeleri” ile öne çıkmaktadır. İlk üye ülkeleri A.B.D., Almanya, Avusturya, Belçika, Lüksembourg, İngiltere, İrlanda, İspanya, Norveç, Portekiz, Danimarka, Fransa, Hollanda, İsveç, İsviçre, İtalya, İzlanda, Kanada, Türkiye ve Yunanistan olan OECD, Japonya, Finlandiya, Avustralya, Yeni Zelanda, Meksika, Çek Cumhuriyeti, Macaristan, Polonya, Kore ve Slovak Cumhuriyeti'nin katılımları ile üye ülke sayısını 30'a çıkarmıştır (Avrupa Birliği, birlik olarak tek bir tüzel kişilikle üyedir).

Tüm üye OECD ülkelerinden katılımcılara ek olarak, Dünya Bankası, Uluslararası Para Fonu (IMF) ve Uluslararası Ödemeler Bankası'ndan (BIS) daimî gözlemciler de OECD Kurumsal Yönetim Yönlendirme Grubu'nda yer

⁵⁶ TÜSİAD, a.g.e., 2002, s. 9

almışlardır. İlkelerin gözden geçirilmeleri amacıyla, Malî İstikrar Forumu (FSF), Basel Bankacılık Gözetim Komitesi ve Uluslararası Menkûl Kıymetler Komisyonları Örgütü (IOSCO) geçici gözlemci olarak Kurumsal Yönetim konusunda yapılan çalışmalara katılmışlardır.⁵⁷

2002 yılında düzenlenen OECD Konseyi toplantısında OECD üyesi ülkelerde Kurumsal Yönetim konusundaki gelişmelerin değerlendirilmelerine ve 1999 yılında yayınlanan Kurumsal Yönetim İlkeleri'nin, gelişmeler ışığında gözden geçirilmesine karar verilmiştir. Bu görev, OECD üyesi ülkelere temsilcilerin bulunduğu Kurumsal Yönetim Yönlendirme Grubu'na verilmiştir. Ek olarak BIS ve IMF gözlemci sıfatı ile grupta yer almıştır. Kurumsal Yönetim Yönlendirme Grubu, değerlendirmeler için Malî İstikrar Forumu'nu, Basel Komitesini ve Uluslararası Menkûl Komisyonlar Örgütü'nü (IOSCO) geçici gözlemci olarak davet etmiştir.

İlkelerin gözden geçirilmesinde Yönlendirme Grubu yaptığı kapsamlı danışmaların ardından, üyelerin desteği ile "OECD Ülkelerindeki Gelişmeler" başlıklı bir inceleme çalışması hazırlamıştır. Yapılan danışma toplantılarında OECD'nin Küresel Kurumsal Yönetim Forumu'nun (GCGF) ve Dünya Bankası ile Dünya Bankası'nın ve OECD üyesi olmayan diğer ülkelerin işbirliği ile, Rusya, Asya, Güneydoğu Avrupa, Latin Amerika, Orta Doğu ve Avrasya'da "Bölgesel Kurumsal Yönetim Yuvarlak Masa Toplantıları" düzenlemiştir. Öte yandan Yönlendirme Grubu, iş dünyası, yatırımcılar, ulusal ve uluslararası düzeyde profesyonel gruplar, sendikalar, sivil toplum örgütleri ve uluslararası standart belirleyici kurullar gibi pek çok ilgili tarafın görüşüne başvurmuştur.⁵⁸

1999 yılında yapılan ilk çalışma ve 2004'de güncellenen son versiyonda da belirtildiği gibi, iyi kurumsal yönetimin tek ve değişmez bir modeli yoktur. Ancak, üye ülkelerde ve OECD'nin kendi bünyesinde yapılan çalışmalar

⁵⁷ Babuşcu ve Hazar, **a.g.e.**, s. 347.

⁵⁸ OECD, **OECD Principles of Corporate Governance**, OECD Yayınları, Paris, 2004 s. 9-10.

göstermiştir ki, iyi kurumsal yönetimin temelini oluşturan bazı ortak öğelerin vurgulanması, kullanıcı ve ilgili tüm tarafların konuyla ilgili kaynak gereksiniminin karşılanması için gereklidir. Bu ortak öğeler üzerine oluşturulan ilkeler, var olan değişik modelleri içerecek şekilde formüle edilmiştir.

Bu ilkeler bağlayıcı nitelikte değildir ve ulusal yasama sistemine ayrıntılı reçeteler sunmayı amaçlamaktadırlar.

Asıl amaçlanan, hedeflerin belirlenmesi ve bu hedeflere ulaşılmasına yönelik çeşitli yolların önerilmesidir. İlkelerin amacı bir referans noktası işlevi görmektir. Bu doküman, kendi ekonomik, toplumsal, yasal ve kültürel koşullarını yansıtan kurumsal yönetim ilkeleri için yasa ve mevzuatlarını gözden geçirme ve geliştirme amacı ile yasa koyucular tarafından ve kendi uygulamalarını geliştiren piyasa katılımcıları tarafından kullanılacak bir kılavuzdur.⁵⁹

İnsan faktörünün içerisinde bulunduğu her unsur için olduğu gibi, ilkeler de gelişmeye açıktır. Bu nedenledir ki, OECD'nin 2004 yılında gerçekleştirilen güncellemesinde, 1999'daki raporda yayınlanan beş ana başlık en üste eklenen yeni bir başlık ile altıya çıkartılmıştır. Güncellenen OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri şu alanları kapsamaktadır;

- Etkin Kurumsal Yönetim Çerçevesi için Gereklilikler
- Hissedarların Hakları ve Temel Sahiplik İşlevleri
- Hissedarların Âdil Muamele Görmeleri
- Kurumsal Yönetimde Paydaşların Rolü
- Kamuya Açıklama Yapma ve Şeffaflık
- Yönetim Kurulunun Sorumlulukları.

⁵⁹ Babuşçu ve Hazar, **a.g.e.**, s. 349

Başlıklara göre bu ilkelerin öz olarak incelemesi izleyen bölümlerde yapılmıştır. OECD ilkeleri temelde halka açık anonim şirketlerin ihtiyaçları göz önüne alınarak düzenlenmiştir. Bununla birlikte, küçük değişikliklerle, borsaya kayıtlı olmayan şirketlerin de uygulama olanağı bulabilecekleri esneklikte hazırlanmıştır. İlkeler borsa dışındaki şirketler, aile şirketleri ve devlet işletmelerinde de kolayca uygulanabilir özellikler taşımaktadır. Üye devletler OECD prensipleri çerçevesinde kendi ayrıntılı Kurumsal Yönetim İlkelerini düzenlemeye başlamışlardır.⁶⁰

1.5.1. Etkili Bir Kurumsal Yönetim Çerçevesi için Gereklilikler

26-27 Mayıs 1999 tarihinde yayınlanan ilk OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri'nde yer almayan, 2004 yılında yapılan güncelleme ile listenin en başına gelecek biçimde eklenen bu başlık, raporda şu ifade ile özetlenmiştir:

“Kurumsal Yönetimin çerçevesi, şeffaf ve etkin piyasaları teşvik etmeli, yasalara uygun olmalı ve farklı denetim, düzenleme ve yürütme erkleri arasında sorumluluk dağılımını açıkça yapmalıdır.”

Önemine binaen, 2004 yılında listenin en başına gelecek biçimde eklenen bu madde, son derece açık olmakla birlikte, rapor ayrıntıları ve başlık altında verilen diğer tavsiyeler, bazı noktalara yapılan vurgular dikkat çeker. Bunlardan ilki, etkin bir kurumsal yönetim mekanizmasının oluşturulması ve uygulanması için gerekli olan hukukî alt yapıya duyulan ihtiyaçtır. Kurumsal Yönetim çerçevesinin geliştirilmesinde ulusal yasa koyucular ve denetim organları, etkin uluslararası diyalog ve işbirliği ihtiyacına ve sonuçlarına gereken önemi vermelidir. Bu şartların karşılanması halinde Kurumsal Yönetim sistemi, denetim mekanizmalarının aşırıya kaçmasını engelleyecek, bu sayede girişimciliği de bir yandan destekleyerek, gerek özel

⁶⁰ Aysan, **a.g.e.**, s. 131.

gerekse kamu kuruluşlarında zararlı çıkar çatışmalarının ortaya çıkma riskini azaltacaktır.

Başlık altında verilen tavsiyelerden bir diğeri, düzenleyici kurumlara ve bu kurumların farklı ölçekteki işletmelerin ihtiyaçlarına yönelik göstermeleri gereken esnekliğe atıfta bulunmaktadır.

Bir diğ er tavsiye, denetim mekanizmalarının aşırıya kaçmasının engellenmesini, uygulanamaz yasalar koyularak, ticarî dinamikleri bozacak istenmeyen sonuçların oluşmasından kaçınmayı işaret etmektedir.

Yine hukukî altyapıya yönelik tavsiye kararı, şirketler yasası, iflâs yasası, vergi ve çalışma yasaları gibi düzenleyici otoritelerin birbirleri ile ve kurumsal yönetim anlayışının kendisi ile çelişmemesi gerektiğinin altını çizmektedir.

Son olarak denetim konusuna değinilmiş, denetim sorumluluğunun, çıkar çatışması olmaksızın görevini yerine getirecek hukukî denetime tâbi organlara verilmesi tavsiye edilmiştir.

1.5.2. Hissedarların Hakları ve Temel Sahiplik İşlevleri

OECD'nin Kurumsal Yönetim İlkeleri düzenlemesinin ikinci maddesi şu ifade ile özetlenmiştir:

“Kurumsal Yönetim çerçevesi hissedarlık haklarını korumalı ve bu hakların kullanabilmesini kolaylaştırmalıdır.”

Bu madde kapsamında ortaklar kütüğü oluşturulması ve düzenli takibi tavsiye edilmiştir. Hisse devrinin kolay olması ve bu sayede mevcut ve potansiyel ortakların devir işlemleri sırasında sıkıntıya girmemelerinin sağlanması önerilmiştir. Şirketle ilgili düzenli, güvenilir finansal bilgilerin

ilgililere sunulması ve ortakların genel kurullarda oylarını serbestçe kullanabilmelerinin sağlanması, ortakların Yönetim Kurulu üyelerini seçme ve görevden alma da dahil olmak üzere bir takım haklarını kolayca kullanabilmelerinin sağlanmasına vurgu yapılmıştır. Bu kapsamda yapılan diğer tavsiyelerin odak noktaları şu biçimdedir:

- Ortaklar kârdan pay almalıdırlar.
- Genel Kurul tarihi, gündemi ve toplantıda alınacak temel kararlarla ilgili bilgileri zamanında alabilmelidirler.
- Genel Kurul toplantılarında Yönetim Kurulu'na istedikleri soruyu sorabilmeli, dış denetim hakkında bilgilendirilmeli, kurallara ve yeter sayı koşullarına uygun karar önerileri yapabilmelidirler.
- Yönetim Kurulu üyelerinin seçimi, ücretlendirilmeleri ve üyeler ile yöneticilere hisse senedi satın alma hakları konularında serbestçe oy verebilmelidirler.
- Genel Kurula kişisel katılım ya da temsilci gönderimi konusunda kısıntıya uğramamalıdırlar.
- İmtiyazlı hisseler ve imtiyazların özelliklerini serbestçe öğrenebilmelidirler.
- Şirketin egemenlik haklarının elde edilmesi ile ilgili büyük hisse hareketleri, blok satış ve satın almalar, önemli egemen sahip değişiklikleri ve birleşmeler ile ilgili gelişmeler hakkında doğru ve zamanında bilgi alabilmelidirler.
- Şirketi ele geçirmeyi engelleyecek mekanizmalar, yönetimin hesap verme sorumluluğunu perdelemek için kullanılmamalıdır.
- Piramit yapılar ve çapraz hissedarlık ile sınırlı veya çoklu oy haklarına sahip hisseler, kontrol çoğunluğuna sahip olmayan hissedarların şirket politikalarını etkileme kapasitelerini azaltmak için kullanılabilir, bu durumun önüne geçilmelidir.

Kurumsal Yönetim kapsamında sıklıkla karşılaşılan ve önlenmesi için bir takım düzenlemelerin yapıldığı piramit yapıları biraz daha açmakta yarar görülmektedir. Eğer, bir kişi ya da kurum, halka açık bir şirkete, hissedarı olduğu bir başka şirket ya da şirketler zinciri ile ortak oluyor ise, piramit yapı söz konusudur.⁶¹ La Porta ve diğerleri (1999b) piramit yapının az hissedar koruması olan ülkelerde yaygın olduğunu belirtmiştir. Piramit yapının şu sonuçları vardır:

- Birçok ülkede pek çok şirket ya varlıklı ailelerce ya da bu ailelerin kontrol ettiği şirketlerce yönetilmektedir. Bu da pek çok ülkedeki çok sayıda şirket yöneticisinin diğer yatırımcıların değil, varlıklı ailelerin çıkarlarına hizmet ettiği anlamına gelir.
- Bir diğer zararı da, piramit yapıda kontrol erkine sahip ailenin yönettiği şirketin, yapının altında kalan tüm şirketleri ve sermayeyi yönetmesi durumunda ortaya çıkar. Yönetici durumundaki aile ferdi, ailesinin en yetenekli üyesi dahi olsa, yönetilen şirketler içindeki en yetenekli kişi olmayabilir. Çoğunlukla bu kişiler bulundukları noktaya göstermiş oldukları üstün yönetsel başarılar sonucunda değil, ailevi ilişkiler neticesinde gelmişlerdir; üstelik bu kişilerin başarısızlık durumunda işlerine son verilmesi de sık karşılaşılan bir durum değildir. Bu nedenle de kontrolün ailelerde olduğu şirketlerde, şirket yönetiminin her zaman en yetenekli ellerde olmadığı şeklinde kaygılar vardır.⁶²

Aile şirketleri bağlamında piramit yapının dezavantajlarını şu şekilde özetlemek mümkündür; piramidin dibindeki şirketlerde çok az finansal pay olduğu için, bu alttaki şirket fonları, şirkete değer katan faaliyetler için değil, aileye yarar getirecek biçimde harcanabilir. Aile şirketlerinde (aileden olan) başarısız yöneticilerin atılması söz konusu olamaz ve piramitteki şirketler arasında refah transferi şeklinde hortumlama olur. Hortumlama (tunneling),

⁶¹ Kula, a.g.e., s. 94

⁶² Kula, a.g.e., s. 95

dağınık küçük ortaklara gidecek olan nakit akımlarının, bu nakit akımlarını kontrol eden hissedarlara aktarıldığı bir temsilci sorunudur. Piramit yapılar için hortumlama mekanizmasının nasıl çalıştığını şu örnekle daha rahat açıklayabiliriz:

A şirketinin aynı zamanda tedarikçisi olan B şirketinin hisselerinin %70'ine sahip olduğu varsayalım.

Eğer, B şirketi, A şirketine piyasa fiyatından mal satar ve bu noktada 100 birimlik kâr elde eder ise, karın %70'i A şirketine (70 birim), %30'u B şirketinin azınlık hissedarlarına gidecektir.

Eğer, kontrol erkine sahip A şirketi, B şirketini satışın gerçekleşmesinden sonra “toplu alım” ya da “erken ödeme iskontosu” gibi bir nedenle %10'luk bir iskonto yapmaya zorlar ise, bölüşülecek kâr 100 birimden 90 birime düşecektir. Bu kârın da $0,70 \times 90 = 63$ birimlik kısmı A şirketine, $0,30 \times 90 = 27$ birimlik kısmı B şirketi azınlık hissedarlarına kalacaktır. A şirketinin kârında satış sonucunda 7 birimlik azalış varken, bir yandan da iskontolu alım işlemi nedeni ile 10 birimlik artış meydana gelmektedir. B şirketi azınlık hissedarları ise iskonto nedeni ile 3 birim kâr kaybı yaşamaktadırlar.

A Şirketindeki $(-7) + 10 = 3$ birim net artış, B şirketi azınlık hissedarlarının 3 birimlik net kaybı ile aynı miktardadır. Üç birim kâr böylece azınlık hissedarlarından kontrol edici hissedarlara aktarılmış olur. Ortaklık miktarındaki herhangi bir değişim, hortumlama miktarını da değiştirir.

La Porta ve diğerleri⁶³ eğer, bir şirketin hem kontrol edici hissedarı var ise, hem de bu şirket kontrol edici hissedarın ya da bu kontrol edici hissedarın kontrol zincirindeki bir başka şirketin hisselerine sahip ise, bunun karşılıklı hissedarlık olduğunu belirtmişlerdir. Karşılıklı hissedarlık, ortak olan

⁶³ La Porta v.d., “Investor Protections, Origins, Consequences”, Reform, s. 16.

şirketin dolaylı ya da dolaysız kendi hisselerini kontrol etmesi olarak tanımlanabilir. Bu çerçevede OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri'nde piramit yapılaşmanın ve karşılıklı ortaklık durumlarının azınlık hissedarları aleyhine olacak sonuçlarının önlenmesi gerektiğinin altı çizilmiştir.

1.5.3. Hissedarların Âdil Muamele Görmeleri

OECD'nin Kurumsal Yönetim İlkeleri düzenlemesinin üçüncü maddesinin ana fikri şu ifade ile özetlenmiştir:

“Kurumsal Yönetim çerçevesi, azınlık ve yabancı hissedarlar da dahil, bütün hissedarlara eşit muamele yapılmasını güvence altına almalıdır. Bütün hissedarlar haklarının ihlâli halinde yeterli bir telâfi ya da tazminat elde etme hakkına sahip olmalıdır.”

Bu maddede yer alan tavsiyelerin bir bölümü, “Eşit Oy” ilkesi etrafında şekillenmiş olup, her sınıftan ortağın, o sınıfta eşit hakka sahip olması gerektiğini dile getirir.

Aynı madde ile ilgili olarak açıklayıcı maddelerde ve tavsiyelerde şu noktalar dikkat çeker:

Yatırımcıların korunması adına, öncül ve ardıl hissedarlık hakları olarak bir ayırım yapılabilir. Öncül haklara örnek olarak rüçhan hakkı* ve belirli kararlarda nitelikli çoğunluk bulunması şartı verilebilir. Ardıl haklar ise, hakların ihlâli durumunda tazminat veya telâfi yoluna başvurulabilmesini sağlarlar.

Azınlık durumundaki yatırımcıların güveni, haklarının çiğnendiği yolunda makul gerekçelere dayalı bir kuşku duydukları zaman, ilgili hukuk

* Şirketin sermayesinin artırılması durumunda, çıkarılacak hisse senetlerinden öncelikle satın alma hakkıdır.

sisteminin azınlık hissedarlarına dava açabilme mekanizmaları sağlamış olmasıyla güçlendirilmelidir.

Herhangi bir tertipteki tüm hisseler, aynı hakları içermelidir. Oy haklarındaki her türlü değişiklik, bu değişiklikten olumsuz şekilde etkilenecek olan tertip hisselerinin onayına sunulmalıdır.

Kurumsal yönetim ilkeleri, “Bir Hisse Bir Oy” şeklinde bir tutum yerine “Birikimli Oy” sistemini işaret etmektedir. Birikimli Oy sistemi, azınlıklara yönetim kuruluna daha çok temsilci seçme imkânı tanır. Birikimli Oy kullanımı, hissedarların yönetim kurulu seçimi için oylarını birleştirmelerine ve oylarını böylece istedikleri gibi kullanmalarına imkân veren bir mekanizmadır. Birikimli Oy kullanımında, bir hissedarın kullanacağı oyların toplam sayısı, o hissedarın sahip olduğu hisse sayısının, seçilecek yönetim kurulu üye sayısı ile çarpımı kadardır. Örneğin, eğer şirkette beş yeni üye seçilecek ise ve bir hissedarın 1000 adet hissesi var ise, bu hissedar 5 üyenin herhangi bir kombinasyonu için vereceği 5000 oya sahiptir. Birikimli oy kullanımı, azınlıkların istedikleri üyeyi seçmeleri ve hâkim hissedar-yönetim kurulu üyesi döngüsünü değiştirmeleri için imkân sağlar.⁶⁴

Her ne kadar ilkeler Birikimli Oy sistemini işaret etse de, çoğu kurumsal yatırımcı ve hissedar kuruluşları bir hisse bir oy kuralını desteklemektedirler.

Oylar hisseler üzerinde tasarruf hakkına sahip olan kişi ile üzerinde anlaşmaya varılan şekilde onun yedi eminleri ya da atadığı mümessillerince kullanılabilir, bu hak açık ya da zımnî kesintiye uğratılmamalıdır. Aynı şekilde uzaktan yapılan oylama önündeki engeller ortadan kaldırılmalı, sınır ötesi oylamayı kolaylaştıracak uygulamalar hukuk sistemlerinde ve şirketin kendi işleyişinde yer bulmalıdır. Şirket prosedürleri oy kullanmayı gereksiz şekilde zorlaştırmamalı ve/veya masraflı hale getirmemelidir.

⁶⁴ Kula, a.g.e., s. 98.

Şirket içi ön bilgilerden yararlanarak çıkar sağlama yolları yasaklanmış olmalıdır. “Insider Trading” çoğu OECD ülkesinde ceza yasası ile yasaklanmıştır. Ancak bazı ülkelerde, bu türden uygulamalar yasaklanmamış olup, getirilen yaptırımlar caydırıcı düzeyde olmamıştır. Bu türden uygulamalar hissedarların eşit muamele görmesi ilkesini ihlâl ettikleri ölçüde Kurumsal Yönetim İlkelerinin ihlâl edilmesi olarak görülmelidir.⁶⁵

Ayrıca, yönetim kurulu üyeleri ve kilit yöneticiler, şirketi etkileyen özel bir işlem ya da konu ile ilgili kararlarını etkileyebilecek, şirket dışında bir işe, aile ilişkisine veya diğer bir özel ilişkiye sahip olmaları halinde yönetim kurulunu bilgilendirme yükümlülüğünde olmalıdırlar.

1.5.4. Kurumsal Yönetimde Paydaşların Rolü

OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri düzenlemesinin dördüncü maddesi şu ifade ile özetlenmiştir:

“Kurumsal Yönetim çerçevesi, çıkar sahiplerinin haklarını yasalarda ya da ikili anlaşmalarda belirtildiği şekilde tanımalı, servet ve yeni iş alanları yaratmada şirketler ile paydaşlar arasında etkin işbirliğini ve malî açıdan güçlü işletmelerin ayakta kalmasını teşvik etmelidir.”

Bu madde kapsamında yapılan tavsiyeler şu biçimde yorumlanabilirler:

Paydaşların çıkarlarının yasayla düzenlenemediği alanlarda bile, çoğu şirket bu sonuçlara yönelik ek taahhütlere girmeli ve şirketin itibarı ve performansı ile ilgili kaygılar, çoğunlukla daha kapsamlı çıkarların dikkate alınmasını gerektirmelidir.

⁶⁵ Babuşçu ve Hazar, **a.g.e.**, s. 355.

Performans artırıcı mekanizmalarla ilgili olarak, çalışanlara hisse verme politikaları veya diğer paylaşım mekanizmaları birçok ülkede bulunmaktadır. Emeklilik taahhütleri de geçmiş ve mevcut şirket çalışanları arasındaki ilişkinin bir ögesidir. Bu bağlamda taahhütler, bağımsız bir fonun kurulmasını içermeleri durumunda, bu fonu yönetecek kişi ya da kuruluşlar, şirketin yönetiminden bağımsız olmalı ve fonu tüm hak sahipleri adına işletmelidir.

Şirket yetkililerinin etik olmayan ve yasalara aykırı uygulamaları yalnızca paydaşların haklarını ihlâl etmekle kalmamakta, aynı zamanda itibar ve yaratacağı malî sorumluluk riski açısından şirketin ve hissedarların zarar görmesine de neden olmaktadır. Bu nedenle etik olmayan ve yasalara aykırı uygulamalar ile ilgili olarak, şahsen ya da temsil kanalı ile çalışanlar ve şirket dışındaki kimseler tarafından şikâyet prosedürlerinin oluşturulması şirketin ve hissedarların yararınadır.

Bazı şirketler, şikâyetlerle ilgilenmek üzere temsilcilik (ombudsman) kurumu oluşturmuşlardır. Bu amaçla telefon ve elektronik posta olanakları yaygınlaştırılmalıdır.

Çok uluslu işletmelere ilişkin OECD kuralları, yasaların ihlâli ile ilgili şikâyete gerekli ya da yeterli cevabın alınamaması durumunda yetkili kamu makamlarına iyi niyetli şikâyette bulunulmasını teşvik etmektedir.⁶⁶

Özellikle, gelişmekte olan piyasalarda alacaklılar, önemli bir çıkar grubu olup, firmalara verilen kredilerin koşulları, büyüklükleri ve tipleri, büyük ölçüde haklarına ve bu hakların uygulanabilirliğine dayanmaktadır. Ortaklar dışındaki işletme ile ilgili çıkar gruplarının rolleri ile ilgili olarak, “Kurumsal Yönetim Çerçevesi” ortaklar dışındaki işletme ilgililerinin yasalardan ve sözleşmeden doğan haklarının karşılanması için yeterli değer yaratılmasını, iş ve finansal dengenin korunması konusundaki haklarına saygı duyulmasını sağlamalıdır.

⁶⁶ Babuşçu ve Hazar, **a.g.e.**, s. 357

1.5.5. Kamuya Açıklama Yapma ve Şeffaflık

OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri düzenlemesinin beşinci maddesi şu ifade ile özetlenmiştir:

“Kurumsal Yönetim çerçevesi, şirketin malî durumu, performansı, mülkiyeti ve idaresi dahil olmak üzere, şirketle ilgili bütün maddî konularda doğru ve zamanında açıklama sağlamalıdır.”

İlkeler kapsamında ayrıntılı tavsiye ve açıklamaların en çok olduğu bu başlıktaki dikkat çeken önemli noktaları da şu şekilde özetleyebiliriz:

Şirketin malî durumu ve faaliyet sonuçlarının açıklanmasına özen gösterilmelidir. Kamuya açıklama yapma zorunluluğu genelde asgarî birer yıllık dilimler ile belirlense de, şirketlerin piyasadaki talebe cevap verebilmek için asgarî açıklama zorunluluğunun ötesine geçen gönüllü açıklamalarda bulunması faydalıdır. Unutulmamalıdır ki, etkili bir beyan sistemi, sermaye çekmeye ve sermaye piyasalarında güveni korumaya yardımcı olur. Özellikle bilânço dışı kalemlerin, bağlı şirketler arasındaki teminat ya da benzeri taahhütlerin ve grup şirketlerinin tümünü ilgilendiren işlemlerin, uluslararası genel kabul görmüş standartlara uygun olarak açıklanması önemli ve gereklidir. Muhtemel yükümlülüklerin ve bilânço dışı işlemlerin özel amaçlı işletmeler hakkındaki bilgileri de kapsayacak biçimde açıklanması gereklidir.

Şirketin hedefleri, büyük hissedarları ve oy hakları ayrıntıları ile açıklanmalıdır.

Yönetim kurulu üyeleri ve üst yönetime ödenen ücretler, üyelerin eğitim ve deneyim durumları, seçim biçimleri ve yönetim kurulu üyelerinin başka yönetim kurullarındaki üyelik durumları açıklanmalıdır. Olası çıkar çatışmalarının önlenmesi ve şirket yönetim kurulunun, diğer bir şirket yönetim kuruluna hangi ölçüde bağlı olduğunun ortaya konması yönünden, diğer

yönetim kurullarındaki üyeliğin açıklanması önemlidir. Genellikle, şirketlerden buna ek olarak, yatırımcıların, ödüllendirme plânlarının ve hisse opsiyonu plânları gibi teşvik sistemlerinin, şirket performansına maliyet ve yararlarını değerlendirebilmeleri için, yönetim kurulu üyeleri ve kilit yöneticilerin ücretleri hakkında bilgi vermeleri beklenmektedir.

Şirketi kontrol eden veya şirketin kontrolunda olan teşekkülleri, aile üyeleri de dahil önemli hissedarları ve kilit yönetim kadrosunu kapsayan ilgili taraf işlemleri ve bu işlemlerin finansal boyutu açıklanmalıdır.

Şirketin karşı karşıya olduğu önemli risk faktörleri tanımlanmalıdır. Ancak, şu nokta önemlidir; Kurumsal Yönetim İlkeleri, yatırımcıları işletmenin maddî ve öngörülebilir riskleri hakkında bilgilendirmek için gerekli olandan daha ayrıntılı açıklama yapılmasını öngörmektedir. Risk hakkında yapılan açıklama, söz konusu sektörün ihtiyaçlarına en uygun biçimde yapıldığı zaman etkili olur.

Şirketlerin risk yönetimi için gerekli sistemleri kurmuş olup olmadıkları yolunda yapılan açıklamalar da giderek iyi bir kurumsal yönetim uygulamasına ulaşıldığını göstermektedir.⁶⁷

Şirketin, çalışanları ve diğer hissedarların durumlarındaki önemli değişikliklerle ilgili bilgi vermesi önerilir.

Şeffaflık ilkesi gereği, genel kurul toplantıları ile ilgili prosedürlerin açıklanmaları ve oyların usulüne uygun şekilde sayılmaları, kaydedilmeleri ve açıklanmaları gerekir.

Aynı maddede Kurumsal Yönetimin denetim konusundaki rolü, denetçi bağımsızlığı standartları, bağımsızlığı tehdit eden şahsî çıkar, taraf tutma, tanışıklık, denetçinin sindirilmesi gibi unsurların ortadan kaldırılmasıyla

⁶⁷ Babuşçu ve Hazar, **a.g.e.**, s. 359

ilgilidir. Şirket, sayılan unsurların bertaraf edilmesi için, politikalar, prosedürler ve açıklamalarla desteklenmiş bir çerçeve sunmalıdır. Dış denetçi tarafından şirkete denetim dışı hizmetlerin verilmesi, denetçilerin bağımsızlıklarını önemli ölçüde etkileyebilir, bu nedenle denetçi tarafından verilmiş diğer bir hizmet var ise, o hizmetin de denetlenmesi gerekir. Bu konuda bir çok ülke denetim dışı hizmetler karşılığında dış denetçilere yapılan ödenmelerin açıklanması şartını getirmiştir. Denetim bağımsızlığını destekleyen düzenlemeler şunlardır:

- Bir denetçi tarafından denetim müşterisi için üstlenilebilecek denetim dışı işlerin yapısı üzerine sıkı sınırlamaların getirilmesi veya bunların tamamen yasaklanması;
- Zorunlu denetçi rotasyonu sağlanması;(ortakların veya bazı durumlarda denetim ortaklığının)
- Denetimden geçmiş şirket tarafından, önceki dönemlerde şirketin denetim faaliyetlerinde bulunan bir dış denetçinin istihdamı ile ilgili geçici yasaklama;
- Denetçilerin veya üyelerin denetledikleri şirketlerde malî çıkar ya da yönetim rolüne sahip olmalarından men edilmeleridir.⁶⁸

Ayrıca, satır aralarında dış denetçilerin yönetim kurulunun bağımsız denetleme komitesi veya dengi bir organ tarafından tavsiye edilmesi önerilmektedir. Dış denetçilerin, söz konusu komite/kurul veya doğrudan hissedarlar tarafından belirlenip atanmaları uygulaması, dış denetçileri hissedarlara karşı sorumlu hale getirdiğinden, bu durumun iyi bir kurumsal yönetim uygulaması olarak kabul edileceği ifade edilmiştir.

Buna ek olarak, yapılacak tüm açıklamaların en iyi muhasebe ilke ve standartlarına uygun olması ve dış denetçilerin onayları ile kamuya açıklanması gereğine vurgu yapılmıştır.

⁶⁸ Babuşçu ve Hazar, **a.g.e.**, s. 360

1.5.6. Yönetim Kurulunun Sorumlulukları

OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri düzenlemesinin altıncı maddesi şu ifade ile özetlenmiştir:

“Kurumsal Yönetim çerçevesi, şirketin stratejik rehberliğini, yönetimin yönetim kurulu tarafından etkin denetimini ve yönetim kurulunun şirkete ve hissedarlara karşı hesap verme yükümlülüğü taşımasını sağlamalıdır.”

Bu kapsamda, yönetim kurulu üyeleri tam bilgilendirilmelidir. Yönetim kurulu üyelerinin sorumluluklarını yerine getirebilmeleri için doğru ve geçerli bilgiyi zamanında elde edebilmeleri sağlanmalıdır. İşin gerektirdiği titizlik ve özen ile şirketin ve ortakların en yüksek çıkarı için çalışılmalı, tüm ortaklara eşit davranılmalı, üstün ahlâk standartlarına uymalı ve şirket çalışanlarının da uymaları sağlanmalı ve bilgiyi açıklama ile ilgililerin doğru ve zamanlı bilgiye ulaşmaları sağlanmalıdır.

Yönetim kurullarının, tepe yönetim performansının denetlenmesi, çıkar çatışmasının önlenmesi ve rekabet halindeki taleplerin dengelenmesi görevlerini yerine getirebilmek için objektif karar verme durumunda olması önemli bir husustur. Bu ilk aşamada, bileşimi ve yapısı açısından yönetimin bağımsızlığını ve objektifliğini ifade eder. Bu durumlarda yönetim kurullarının bağımsızlığı, genellikle, yeterli sayıdaki yönetim kurulu üyesinin üst yönetimden bağımsız olmasını gerektirir.

İcrada görevli olmayan bir lider üyenin atanması da bazı ülkelerde iyi bir kurumsal yönetim uygulaması olarak kabul edilmektedir. Bu gibi mekanizmalar organizasyonun etkin yönetilmesinin ve yönetim kurullarının etkin bir şekilde işlemelerinin sağlanmasına da yardımcı olacaktır.

Bağımsız kurul üyelerinin, kurulun karar alma süreçlerinde belirgin bir biçimde katkısı olacağı vurgulanmıştır.

Bağımsız kurul üyeleri, yönetim kurulunun ve tepe yönetimin performansının değerlendirilmesinde objektif bir bakış açısı getireceklerdir.

Bunun yanı sıra, üst yönetim, ödüllendirme sistemi, yönetimde el değiştirme sürecinin plânlanması, şirket kontrolundaki değişiklikler, şirketi ele geçirme girişimlerine karşı savunma mekanizmaları, büyük çaplı devralmalar ve denetçilik işlevi gibi, şirket ve hissedarların çıkarlarının birbiri ile uyuşmadığı durumlarda tarafsız rol oynayabilirler.

Yönetim kurullarına, çıkar çatışması olasılığının ortaya çıkabileceği durumlarda, bağımsız muhakeme yürütmeye yetecek sayıda, icrada görevli olmayan üye atanmış olmalıdır.

Komiteler oluşturulduğunda, süreleri, yapısı ve çalışma prosedürleri, yönetim kurulu tarafından etraflıca belirlenmeli ve açıklanmalıdır.

İlgili başlık kapsamında değinilen son konu ise, bir çok yönetim kurulunda hizmet vermenin kurul üyelerinin performanslarını zedeleyebileceğidir. Şirketler, aynı kişinin birden fazla yönetim kuruluna üyeliğinin, yönetim kurulunun etkinliğine zarar verip vermediğini ve hissedarlara yapılan açıklamalar ile çelişip çelişmediğini değerlendirmek isteyebilirler. Bazı ülkeler, aynı kişinin yönetim kurullarına üyeliği sayısına, konuyla ilgili olarak sınırlamalar getirmiştir.

Uygulayıcılar, 2004 yılında güncellenen OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri'nde bu altı başlık ile tanımlanan yöntem ve yapılan tavsiyeler doğrultusunda oluşturacakları Kurumsal Yönetim sisteminin etkinliğini ölçmeli ve varsa sistemlerinin aksayan yönlerini gidermelidirler.

İKİNCİ BÖLÜM

DÜNYADA KURUMSAL YÖNETİM UYGULAMALARI ve ÖLÇÜLEBİLİR FİNANSAL ETKİLERİNİN ARAŞTIRILMASI

Finansal şeffaflığın, anonim ortaklıkların kontrol edilebilirliğinin ve yatırımcıların korunmalarının garantisi olarak ihtiyaç duyulan ve bu amaçla geliştirilen bir yöntem olan kurumsal yönetimin teorik altyapısı çalışmanın birinci bölümünde ayrıntılı olarak incelenmiştir. Bu bölümde ise ilk olarak kurumsal yönetimin pratikteki uygulama modelleri açıklanacaktır. Ardından kurumsal yönetim uygulamalarının sermaye piyasalarında objektif olarak değerlendirilmesine katkı sağlayan “Kurumsal Yönetim Endeksleri” incelenecektir. Son olarak da kurumsal yönetimin finansal performans ile olan yakın ilişkisinin ortaya koyulması amacı ile dünyada ve Türkiye’de tamamlanan önemli araştırmalar ayrıntılı olarak ele alınacaktır.

2.1. DÜNYADA KURUMSAL YÖNETİM UYGULAMALARI

Kurumsal Yönetim konularının Avrupa, A.B.D. ve Japonya’da on dokuzuncu yüzyıldan bu yana kullanıldıklarını öne süren araştırmalara karşın, kavramın literatüre girmesi 1970’lerin ikinci yarısına rastlar. Bu yıllarda petrol krizi ve ardından A.B.D.’de ortaya çıkarılan yolsuzluklar, kurumsal yönetimin bir kez daha güncel hale gelmesini sağlamıştır.

Kurumsal yönetim düzenlemeleri 90’lı yılların başından itibaren başta Avrupa’da olmak üzere tüm dünyada yoğun bir biçimde gündemde yer almaya başlamıştır.

1991 yılında İngiltere’de yayınlanan iki düzenlemeyi takiben, bugünkü anlamda kurumsal yönetim kavramı, ilk olarak yine İngiltere’de Sir Adrian Cadbury başkanlığında 1992 yılında hazırlanan “Kurumsal Yönetimin

Finansal Boyutu” (Report of the Committee on Financial Aspects of Corporate Governance) ya da daha bilinen adı ile “Cadbury Raporu” ile tartışılmaya başlanmıştır.

1995 yılında yine İngiltere’de Sir Richard Greenbury başkanlığındaki bir çalışma grubu tarafından hazırlanan “Yöneticilerin Haklarının Verilmesi (Rapor’un tam adı, Director’s Remuneration-Report of a Study Group Chaired by Sir Richard Greenbury)” konusundaki rapor, yöneticiler ve hissedarlar arasındaki ilişkilere değinmektedir.

Cadbury raporunun kapsamını iç denetimi de içerecek biçimde genişleten, “Hampel Raporu” olarak da bilinen “Kurumsal Yönetim Komitesi - Sonuç Raporu (Committee on Corporate Governance-Final Report)” adlı belge 1998’de yayınlanmıştır. İngiltere’de 1999’da Nigel Trunbull başkanlığındaki bir komite tarafından “İç Denetim: Yöneticiler için Birleşik Yasaya İlişkin Rehber (Internal Control: Guidance for Directors on the Combined Code)” hazırlanmış, 2000 yılında Kurumsal Yönetim Komitesi tarafından hazırlanan “Birleştirilmiş Yasa: İyi Yönetimin Prensipleri ve En İyi Uygulama Yasası” adlı rapor ile Kurumsal Yönetime ilişkin esaslar belirlenmiştir.

1992’den 2005 yılına kadar geçen sürede İngiltere’de Kurumsal Yönetime ilişkin 25’den fazla rapor hazırlanmıştır.

Bu raporlardan “Kurumsal Yönetim Birleştirilmiş Yasası-2003” önceki raporlardan, güncel gelişmelerden ve en iyi uygulama örneklerinden yararlanarak hazırlanmış düzenlemelere yer vermektedir.⁶⁹

Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü OECD tarafından hazırlanan ve “Millstein Raporu” olarak da bilinen rapor ve bunu izleyen 1999 yılında yayınlanan ve 2004 yılında revize edilen OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri, bu

⁶⁹ Doğan, a.g.e., s. 56.

alandaki önemli birer başvuru kaynağıdır. Bu ilkelerin yayınlanmasında 1997-1998 dönemindeki Asya Krizi önemli rol oynamıştır.

Diğer ülkeler tarafından yapılan düzenlemelere bakıldığında ise, kurumsal yönetim konusunda atılan en önemli adımın, en gelişmiş malî piyasalara sahip olan A.B.D.'de, Enron, WorlCom gibi şirket skandallarının ortaya çıkmasından sonra yatırımcıların malî piyasalara olan güvenlerinin yeniden sağlanması amacı ile çıkarılan Sarbanes-Oxley yasası olduğu söylenebilir.

Temmuz 2002 tarihinde yürürlüğe giren bu yasa 1934 tarihli Menkûl Kıymet Borsaları Yasası'ndan sonra Amerikan ekonomik yaşamının en kapsamlı düzenlemesi olarak adlandırılmaktadır.

A.B.D. dışında diğer ülkelere bakıldığında da Almanya'nın kurumsal yönetim ilkeleri rehberinde yer alan önerileri yasallaştırdığı, Japonya'nın şirketler hukukunu gözden geçirerek iyileştirdiği, Rusya'nın da kurumsal yönetim düzenlemelerini açıkladığı görülmektedir.

Kurumsal yönetim uygulamalarının ülkeler bazında yapılacak incelemesi sonucunda, ülkenin yasal sistemi, şirketlerin ortaklık yapısı, ülkenin ekonomik koşulları, sosyo-kültürel yapı, ülke sermaye piyasalarının gelişmişlik düzeyi gibi etmenler sonucunda şekillenmiş, incelemenin yapıldığı ülke sayısı kadar farklı kurumsal yönetim modeline ulaşılır. Her ülkenin kendi dinamikleri çerçevesinde belirlediği farklı modellere karşılık, klâsik olarak kurumsal yönetim sistemleri Kıta Avrupa'sı Modeli ve Anglo-Sakson Modeli olarak iki grupta sınıflandırılmaktadır.

Literatürde bu sınıflandırmayı işaret eden bir başka ifade biçimi de içeridekilerin hakimiyetine dayalı/dışarıdakilerin hakimiyetine dayalı sistemler ayrımıdır.* İçeridekilerin hakimiyetine dayalı ya da Kıta Avrupa'sı Sistemi

* Bu ayrım, özellikle son beş yıldır yayınlanan akademik çalışmalarda sıklıkla tercih edilmektedir.

olarak bilinen modellerde, finansal piyasalara esas olarak bankaların hâkim olduğu gözlenmektedir. Dışarıdakilerin hakimiyetine dayalı ya da Anglo-Sakson (Anglo-American) sistemi ise, gelişmiş bir hisse senedi kültürü sonucunda şekillenmiş modelleri ifade etmek için kullanılır.

A.B.D., İngiltere ve İrlanda'da dışarıdakilerin hakimiyetine dayalı kurumsal yönetim modelleri gözlenir. Kıta Avrupa'sı sistemine dahil edilen modeller ise, başta Almanya olmak üzere, Batı Avrupa ülkelerinde gözlenen modeller ile Japon Kurumsal Yönetim sistemi'dir.

Her iki kurumsal yönetim sisteminin de kurumsallaşmanın sağlanması bakımından başarılı oldukları, ancak etkin ve gelişmiş sermaye piyasalarının Anglo-Sakson sistemine sahip A.B.D. ve İngiltere gibi ülkelerde görüldüğü, bu durumun da temel olarak Anglo-Sakson ve Kıta Avrupa'sı hukuk sistemlerinin farklılığından kaynaklandığı, genel kabul gören bir görüştür.⁷⁰

Anglo-Sakson Modeli ve Kıta Avrupa'sı Modeli ifadeleri, modeller arasındaki temel farklılıkları ilk bakışta anlaşılır kılmaya yetmediğinden, son dönem çalışmalarda "İçeridekilerin Hakimiyetine Dayalı" ve "Dışarıdakilerin Hakimiyetine Dayalı" modeller şeklindeki ayrım daha çok yer bulmaktadır. "İçerideki" ve "dışarıdaki" terimleri kurumsal yönetim biçimlerinin iki uç durumunun çok genel bir tanımlaması olarak değerlendirilmelidir. Uygulamada birçok kurumsal yönetim sisteminin, her iki ucunun bazı özelliklerini taşıyacak biçimde geliştiği gözlenmektedir.

Kurumsal yönetim açısından ülkeler arasında kültürel ve hukukî farklılıklardan meydana gelen kutuplaşmalar, finansal piyasaların entegrasyonu ve çok uluslu şirketlerin uluslararası piyasalardaki etkinlikleri sonucunda azalmaya başlamıştır. OECD, Dünya Bankası gibi uluslararası kuruluşların

⁷⁰ Kübra Şehirli, **Kurumsal Yönetim Araştırma Raporu** (Yeterlik Etüdü), Sermaye Piyasası Kurulu Denetleme Dairesi, Ankara, 1999, s. 2.

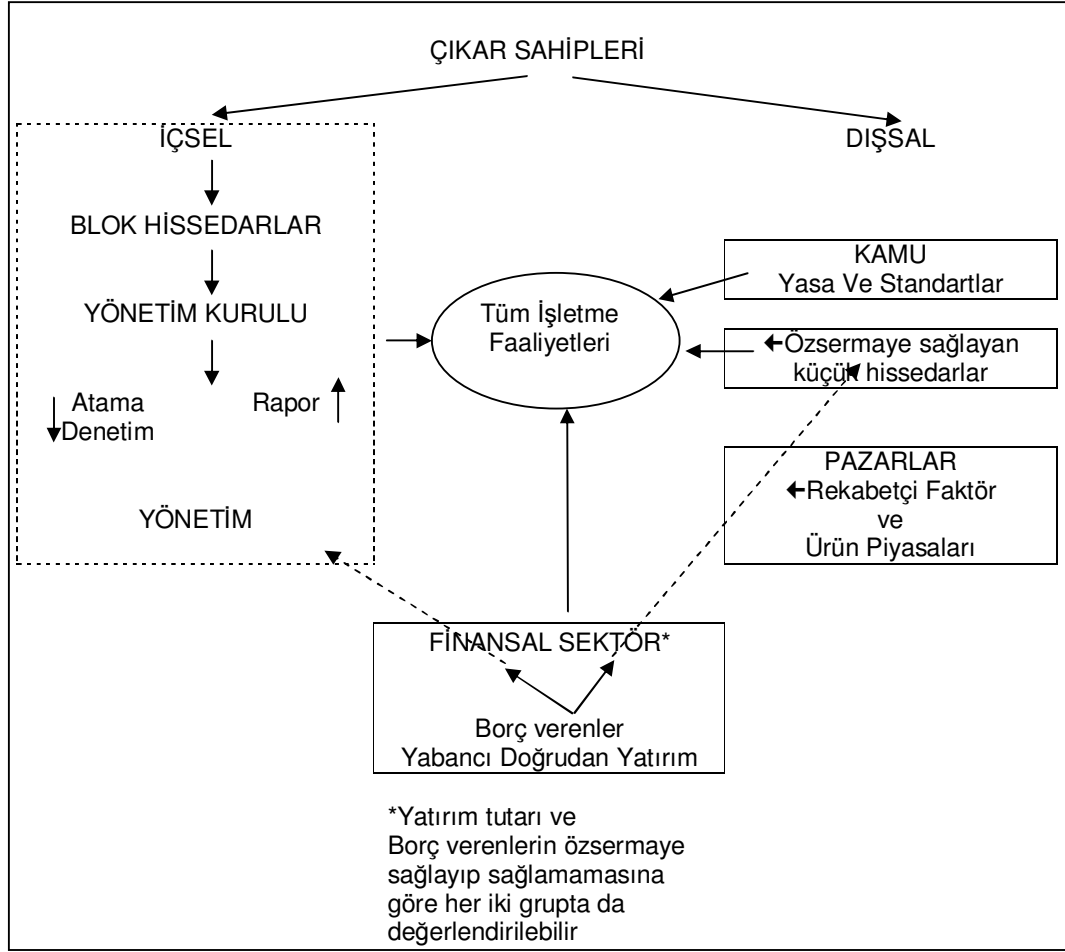
kurumsal yönetim alanında standartlar oluşturma çabaları da iki modelin ortak noktalarda birleşmesini hızlandırmaktadır.⁷¹

Modern şirketlerin temel amacının şirket değerinin ortaklar açısından maksimize edilmesi yönündeki yaklaşım, Anglo-Sakson modelinin şekillenmesine neden olmuştur. Bu durum şirketlerin birer sosyal kurum olarak da algılandığı Alman ve Japon bakış açıları ile sıkça çelişmektedir.

Sistemlerin farklılığı temelde hukuk sistemlerine dayanmakta ve bu temel farklılık yalnızca kurumsal yönetim alanında değil, sermaye piyasalarının organizasyonundan başlayarak tüm alanlarda görülmektedir. Bu nedenle, kültürel ve sosyal yapı farklılıklarından başlayan ve temel hukuk sistemlerinde belirginleşen bu fark, ülkelerin farklı malî piyasalar oluşturmalarına ve bu piyasaların da birbirine benzememesine neden olmaktadır.

Her iki modelde de şirketi ve yönetim çevresini oluşturan farklı çıkarlara sahip faktörler arasında bir dengenin sağlanması gerekir. Söz konusu bu faktörler Şekil 2'de gösterilmiştir.

⁷¹ Doğan, a.g.e., s. 84.



Şekil 2 - Kurumsal Yönetim Modellerine Göre Çıkar Sahipleri Arası İlişkiler

Anglo-Sakson ya da Anglo-Amerikan Sistemi ve Kıta Avrupa'sı Sistemi olarak ayırdığımız bu modellerin uygulama farkları izleyen bölümde özetlenmiştir.

2.1.1. Anglo-Sakson Sistemi

Kurumsal yönetim ile ilgili kapsamlı düzenlemelerin İngiltere'deki Cadbury raporu ile başladığı kabul edilmektedir. Kurumsal yönetim düzenlemelerine diğer ülkelerden daha önce ihtiyaç duyulmasının nedeni, Anglo-Amerikan şirketlerinin sermayelerinin, Kıta Avrupa'sındaki şirketler ile kıyas-

landıklarında çok büyük miktarlara ulaşıyor olmaları ve gelişmiş sermaye piyasalarının A.B.D. ve İngiltere’de oluşmalarıdır.⁷²

A.B.D. ve İngiltere’de şirketlerin halka açıklık oranı çok yüksektir, bu nedenle de hissedar sayısı fazla, hisse senedi yoğunluğu azdır. Çok sayıda dağılmış hissedar yapısı nedeni ile yönetimde söz sahibi etkin hissedarlardan bahsedilemez. Yatırımcıların şirketle ilişkilerinde kullandıkları başlıca araç finansal kurumlardır. Doğrudan şirketle temas içerisinde olmayan hissedarlar için bu modelde, şirket faaliyetleri hakkında bilgi sahibi olabilmeleri için, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ilkeleri son derece önem kazanmıştır.

İzleyen bölümde incelenecek modelde olduğu gibi, bu modelde bankalar, şirket yönetimini yönlendiren bir etmen değil, yalnızca borç vermek yoluyla finansman sağlayan birer araçtırlar.

Anglo-Sakson kurumsal yönetim modeli, şirket yöneticileri, yönetim kurulu ve temsil sorunu üçgeninde şekillenir. Kurumsal yönetim ile ilgili ilk düzenlemelerin çıktığı bu modelde, düzenlemelerin ilki olan Cadbury Raporu’nda kurumsal yönetim “şirketin nasıl yönetileceğini ve denetleneceğini belirleyen sistem” olarak tanımlanmıştır.⁷³ Tanımdan da anlaşılacağı üzere, Anglo-Sakson sistem büyük ölçüde şirketin yapısına ve karar alma süreçlerine odaklanmaktadır.

Anglo-Sakson Model’de dışsal denetim mekanizmalarının ağırlıklı olarak kullanılmalarının nedenleri arasında şirket yöneticilerinin hissedarlar ile doğrudan temaslarının az ve yöneticilerin gücünün fazla olması ilk sıradadır.

Dışarıdakilerin hakimiyetine dayalı olarak adlandırılan bu sistemlerde şirket, yöneticilerinin kontrolünde olmasına rağmen, oy haklarının pay sahiplerine de belirli bir düzeye kadar sağladığı kontrol olanağı nedeni ile,

⁷² Şehirli, **a.g.e.**, s. 2.

⁷³ Doğan, **a.g.e.**, s. 84.

dışarıdakilerin hakimiyetinden söz edilir. Bu ayrımdaki içerideki/dışarıdaki farkı, oy hakkına sahip hissedarların doğrudan şirket yönetiminde olup olmalarından kaynaklanmaktadır.

Hissedar durumunda olan ancak, doğrudan yönetimde yer almayan bu unsurlar çoğunlukla bireysel yatırımcılar ve kurumsal yatırımcılardır. İngiltere ve A.B.D.'de etkinlikleri, emeklilik ve sigortacılık fonlarının yatırımları nedeni ile gittikçe artan büyük kurumsal yatırımcıların şirket yönetimi üzerinde etkilerinin ve hattâ baskılarının olmaya başladığı gözlenmektedir. Bu anlamda, kurumsal yatırımcıların şirket paylarının önemli bölümünü ele geçirmeleri ve yönetim üzerinde baskı kurarak yönetime yön vermeleri, “dışarıdakiler”in giderek daha fazla “içeridekiler” olmaya başladığını göstermektedir.⁷⁴

Son yıllarda kurumsal yönetim ilkelerinin neden bu kadar önem kazandığını açıklamak, kurumsal yatırımcıların yarattıkları bu etki ile de mümkündür.

Kurumsal yatırımcılar, yatırım yapacakları şirketlerin seçiminde malî yapıları, yatırım projeleri gibi kıstasların yanında, artık büyük ölçüde kurumsal yönetim ilkelerinin varlığını ve uygulanma derecelerini de sorgular olmuştur.

Anglo-Sakson modelinin incelenmesinde konuya likidite açısından baktığımızda, bu ülkelerde sermaye piyasalarının gelişmişliğiyle paralel son derece likit bir piyasanın varlığından söz etmek mümkündür. Ancak bu likidite avantajının bedeli, dışarıdakilerin hakimiyetine dayalı sistemlerin bir diğer

⁷⁴ Jill Solomon ve Aris Solomon , **Corporate Governance and Accountability**, John Wiley & Sons Ltd., Londra, 2005, s. 150.

karakteristiğini ifade eden, yönetim üzerindeki son derece düşük doğrudan kontrol olanağıdır.⁷⁵

Kıta Avrupası'nda nadiren görülen ele geçirme tehdidi, Anglo-Sakson modelindeki ortaklık yapısında hissedar yoğunluğunun düşük olması nedeni ile uygun olmasından dolayı fazladır. Bu nedenle, yöneticiler ele geçirme tehditlerinin baskısını üzerlerinde hissederler.

Kurumsal yönetim açısından bakıldığında, Anglo-Sakson kültüründeki bireyci anlayışın iş yaşamına da yansıdığı görülür. Modelde şirket amaçları, firma değerinin maksimize edilmesi sonucunda hissedarların beklentilerinin karşılanması ve refahlarının artırılması olarak özetlenebilir. Anglo-Sakson sisteminin “hissedar modeli” olarak adlandırılması, hissedarlara verilen bu büyük önemden kaynaklanmaktadır.

Anglo-Sakson kurumsal yönetim modeli, uygulandığı ülkeler olan İngiltere ve A.B.D.'nin yasal düzenlemeleri ve sermaye piyasası kültürü ile uyumaktadır. Yasal düzenlemelerdeki eksiklikler konusunda ise, İngiltere'de 90'lı yılların başında meydana gelen Polly Peck, Coloroll, Maxwell Communications, BCCI gibi büyük oranda halka açık şirketlerin iflâsları dolayısı ile kurumsal yönetim konusunda çok sayıda öneriler yayınlanmış ve bunlardan bir kısmı sermaye piyasalarını düzenleyici kurumlar tarafından benimsenmiştir (Cadbury Raporu, Hampel Raporu, Turnbull Raporu).

2.1.2. Kıta Avrupası Sistemi

Kıta Avrupası modelini benimseyen ülkelerde şirketlerin halka açıklık oranı ve hissedarlarının sayısı Anglo-Sakson modeli şirketlerine oranla azdır. Yönetimde yer alan büyük hissedarlar nedeni ile, hissedar yönetici ilişkileri

⁷⁵ Jennifer Cook ve Simon Deakin “**Stakeholding and Corporate Governance: Theory and Evidence on Economic Performance**”, ESRC Centre for Business Research, University of Cambridge 1999, s. 5.

doğrudandır. Hisse senetlerinin yoğunluğu fazladır ve büyük kısmı az sayıda hissedarın elinde toplanmıştır.⁷⁶

Düşmanca ele geçirmelerin nadiren görüldüğü modelde, kurumsal yönetim düzenlemelerinde içsel denetim mekanizmalarına ağırlık verilmiştir. Modelin tipik bir özelliği, çok sayıda aile şirketinin görülmesidir.

Almanya ve Japonya bu tip kurumsal yönetim uygulamalarının başlıca örnekleridir. Malî piyasaların bütününde olduğu gibi, sermaye piyasalarında da banka hakimiyeti görülür. Nispeten daha az gelişmiş ve likiditesi daha az hisse senedi piyasaları bu modelin tipik bir diğer özelliğidir. Halka açık şirket sayısı ve hissedar yoğunluğu az olduğundan, Anglo-Sakson modelde sık rastlanan ele geçirme faaliyetleri de azdır.

European Corporate Governance Network'ün Avrupa'daki kontrol gücüne sahip büyük hissedarlığın büyüklüğü ile ilgili yaptığı çalışmasında, en belirgin bulgu, A.B.D.'de NYSE ve Nasdaq'da %5 ve İngiltere'de %9 çıkan hissedar oy hakkı yoğunlaşmasının Kıta Avrupası'nda çok yüksek bir oranda çıkmış olmasıdır. Ülkelerin pek çoğunda, borsaya koteli şirketlerde en büyük oy hakkının medyan değeri %50'nin üzerindedir. Avusturya'da %52, Belçika'da %50, Almanya'da %52 ve İtalya'da %54 çıkan bu oranlar, Kıta Avrupası için kontrol gücüne büyük hissedarlar ile oy kontrolünün istisnadan daha çok, bir kural olduğunu gösterir.⁷⁷ Franks ve Mayer'in 2000 yılında yaptıkları araştırmada, İngiltere'deki yaklaşık 3000 adet hisse senetleri borsada işlem gören şirkete karşılık, Almanya'da bu sayının 800'den az olduğunu ve bu şirketlerin %85'inde bir ortağın %25'den fazla oy hakkına sahip olduğunu ortaya koymuştur.

Kıta Avrupası sisteminde bankalar önemli bir yere sahiptir. Şirketler genellikle büyük yatırımcılar ve bankalar tarafından finanse edilmektedirler.

⁷⁶ La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer "Corporate Ownership Around the World", **The Journal of Finance**, cilt LIV, Sayı: 2, Nisan 1999, s. 501-502.

⁷⁷ Kula, a.g.e., s. 41.

Anglo-Amerikan sisteminden farklı olarak, Kıta Avrupası sisteminde, bankalar şirketler ile ortak olarak, özsermaye yolu ile finansman sağlamaktadırlar. Bu nedenle de, şirket yönetimindeki önemleri ve etkileri fazladır.

Likiditenin yüksek olduğu fakat hissedar-yönetici çıkar çatışmalarının fazlaca görüldüğü Anglo-Sakson modeline karşın, Kıta Avrupası sisteminde büyük hissedarların yönetimde söz sahibi oldukları, ancak hisse yoğunluğunun fazla olması nedeni ile hisse senedi likiditesinin az olduğu gözlenir. Şirketlerin temel hedefinin pay sahipleri için şirket değerinin maksimize edilmesi olduğu Anglo-Sakson sisteminden farklı olarak, şirketlerin birer sosyal kurum olarak algılandıkları Alman ve Japon bakış açısını yansıtan bu sistemde şirketler, işçi, tüketici, tedarikçi gibi diğer çıkar sahiplerinin çıkarlarını da dikkate alan politikalar izlemektedirler.⁷⁸

Bu yaklaşım, yalnızca şirket yönetiminin sosyal sorumluluk anlayışından kaynaklanmamakta, yasal düzenlemeler ile de desteklenmekte ve yönlendirilmektedir.

İlk bakışta, hissedar-yönetici temsil sorununu ortadan kaldırması ile avantajlı görünen model, bu avantajını sermaye şirketlerine ve hissedarlık kavramına toplumun bakış açısından elde etmektedir; zira Kıta Avrupası modelinin uygulandığı ülkelerde hisse senedi likiditesi Anglo-Sakson modeli ülkelerinde görüldüğü kadar yaygın değildir.

Bu modelde ortaya çıkan kurumsal yönetim sorunları, şirket sahipliği ve kontrolün nerede ise birleşmesinden kaynaklanan gücün kötüye kullanımı üzerinde yoğunlaşmaktadır. Azınlık pay sahiplerinin şirket hakkında yeterli bilgi alamamaları, şeffaflığın sağlanamaması ve gücün kötüye kullanımı bu modelde sıklıkla görülmektedir.

⁷⁸ Cook ve Deakin, **a.g.m.**, s. 5.

Gerçekten de bir çok Asya ülkesinde 1997 yılında yaşanan büyük krizde, şirketlerde pay sahipliği yapısında aşırı yoğunlaşma ve buna bağlı kurumsal yönetim zayıflıkları krizin nedeni olarak gösterilmiştir. Bu nedenle, bir çok Asya ülkesi genellikle yasal düzenlemeler yapmak yolu ile kurumsal yönetim sistemlerini iyileştirme çabalarına girişmişlerdir.

2.1.3. Uygulamaların Göreceli Üstünlüklerinin Karşılaştırması

Kurumsal Yönetim açısından yönetim mekanizmalarını, büyük hissedar kontrol sistemi (Kıta Avrupası sistemi) ve piyasa kontrol sistemi (Anglo-Sakson sistemi) olarak ikiye ayırmanın nedeni, bu iki sistem arasındaki belirgin farklardır. Kıta Avrupası sisteminde ortaklık yoğunlaşmış olup, şirket kontrolü büyük hissedarların elindedir. Bu sistemde yönetim kurulu, yönetici hissedarlarca kontrol edilmektedir ve bu durum yönetici-hissedar çatışmasından kaynaklanan temsilci sorununu azaltır.

Anglo-Sakson modelinde ise, kurumsal yatırımcılar haricinde ortaklık dağınık olup, şirket kontrolü bağımsız üyelerin önemli rol oynadıkları yönetim kurulundadır. Bu modelin şeffaflık ve kamuyu aydınlatma ilkeleri dışında sağladığı avantaj ise, hissedar çıkarlarının önem sırasında ilk olması ve bağımsız yönetim kurulu üyelerinin varlığı ile güçlenen ve suiistimal edilemeyen, faaliyetlerde şirket çıkarlarının önceliği almasıdır.

1999 yılında Pedersen ve Thomsen 12 Avrupa ülkesinden 518 şirket üzerinde yaptıkları araştırmalarında, en büyük ortağın hisse oranının ülkeler bazında değiştiğini tespit etmişlerdir. İngiltere için bu oran %14,1, Almanya için %52, Norveç için ise %61 çıkmıştır. Faccio ve Lang ise 13 Batı Avrupa ülkesinden 5232 şirketi kapsayan 2002 tarihli çalışmalarında, dağınık ortaklı şirketlerin İngiltere ve İrlanda'da daha önemli olduğunu, ailece kontrol edilen şirketlerin ise Kıta Avrupası'nda yaygın olduğu bulgularına ulaşmışlardır.

Kıta Avrupası sisteminde, hisse senedi piyasasında koteli şirket sayısının az, likiditenin düşük ve karşılıklı hissedarlık sisteminin yaygın olduğu görülmektedir. Bu sistemde dış yatırımcılar, hisse senedi piyasası kanalı ile, şirketler üzerinde kontrol uygulayamazlar. Piyasa eğilimli Anglo-Sakson sistemi ise çok sayıda koteli şirket, likit piyasa ve az sayıda karşılıklı hissedarlık ile karakterize edilir.⁷⁹

Anglo-Sakson sistemde az sayıda büyük ve kontrol edici hissedarlık yapısına rastlanır.

Anglo-Sakson modelinde, düşmanca satın alma, yatırımdan çıkma, performansa dayalı ödeme, azınlık hissedarlarının korunmaları gibi dolaylı koruma yollarına karşın, Alman-Japon modeli olarak da bilinen Kıta Avrupası modelinde yönetim kurulu kontrolü, üst yöneticilerin değişimi, büyük yara-dışların kontrolü gibi doğrudan kontrol mekanizmaları yaygındır.

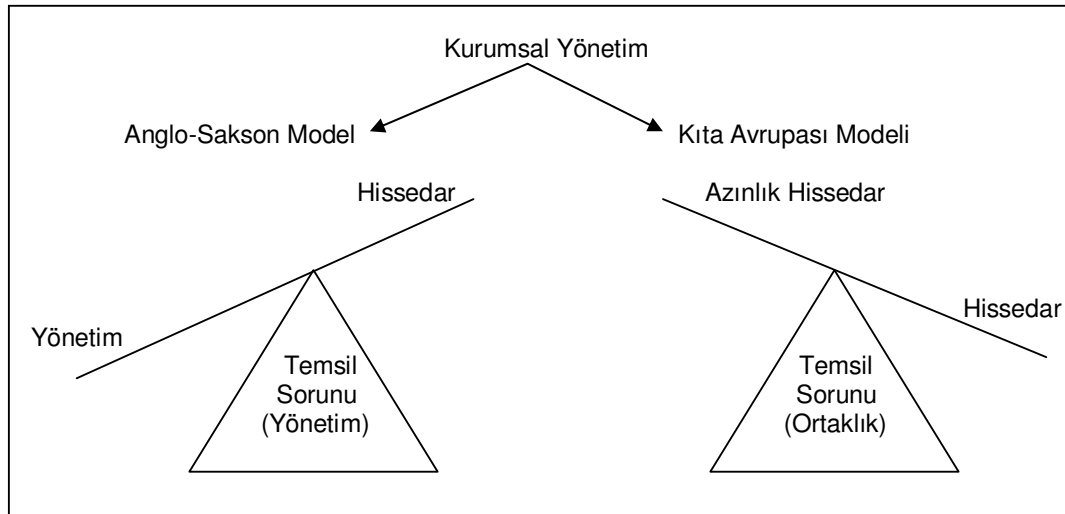
Piyasa ya da grup temelli sistemlerin her birisinin farklı yasal, kurumsal ve politik ortamlarda geliştiği görülür. Anglo-Sakson, yani piyasa temelli sistemlerde piyasa önemli bir rol oynar ve hükümetler de rekabetçi bir ortam yaratıp yasa ve düzenlemeler ile bu durumu desteklerler. Şirketler ürün, faktör ve yönetsel işgücü piyasalarının baskısı altındadır. Rekabet ve işleyen piyasa sisteminin yöneticileri, hissedarların en iyi çıkarları için çalışmaya zorlayacağına inanılır.

Grup temelli sistemlerde ise, hükümet ulusal hedefleri gerçekleştirmek için endüstri ile yakın temas ve işbirliği halindedir. Rekabetin önemli olduğu bilinir, ama piyasanın tek başına şirketler için en etkin çevreyi yaratamayacağı düşünülür. Grup temelli model, grup şirketleri arasındaki uzun dönemli ilişkiler tarafından düzenlenir.

⁷⁹ Kula, a.g.e., s. 42.

Anglo-Sakson ile Kıta Avrupası sistemleri arasındaki diğer bir fark Anglo-Sakson sistemde kurumsal yatırımcıların yoğunluğudur ki, kurumsal yatırımcılar (özellikle emeklilik ve sigorta şirketleri) A.B.D.'de tüm yerel şirketlerin %51'ine sahiptirler. Ancak, kurumsal yatırımcıların ortak oldukları şirket ile sıkı ticarî ilişkide olmaları, yönetimce manipüle edilmeleri ya da politik baskılara maruz kalmaları bu durumun olumsuz taraflarıdır.⁸⁰

Avrupa'da esas potansiyel temsilci çatışması, kontrol edici hissedarlar ile kontrol gücü olmayan azınlık hissedarlar arasında yaşanırken, Anglo-Sakson ülkelerinde hissedarlar ile yöneticiler arasında yaşanır. Bu çatışmalar ve kurumsal yönetimin düzenleyici etkisi Şekil-3'de gösterilmiştir.



Şekil 3 - Anglo-Sakson ve Kıta Avrupası Kurumsal Yönetim Sistemlerindeki Temel Farklılıklar ve Sistemlerde Kurumsal Yönetimin Etkisi

Kıta Avrupası Modeli ile Anglo-Sakson Modeline dayalı kurumsal yönetim sistemlerinden hangisinin daha üstün olduğu literatürde yaygın biçimde tartışılmaktadır. Anglo-Sakson tarzı kurumsal yönetim sistemlerinin yerine Kıta Avrupası sistemlerinin kullanılmasının yararları tartışılmakla birlikte, eğilimin aksi yönde geliştiği görülür.

⁸⁰ Alvaro Cueruo, "Corporate Governance Mechanisms. A Plea for Less Code of Good Governance and More Market Control" **Corporate Governance: An International Review**, Cilt X (2), 2002, s. 84-91.

Rubach ve Sebor tarafından yapılan Amerika, Japonya ve Almanya'daki kurumsal yönetim sistemlerinin ve bu sistemlerdeki katılımcıların kıyaslandığı 1998 tarihli araştırmada önemli iki farklılığın olduğu ortaya çıkmıştır. A.B.D.'de yönetim faaliyetleri doğrudan açıklanır, diğer iki ülkede ise şirket sahipleri ve grup içi şirketler arasında uzun dönemli ilişkiler gelişir.

Aynı araştırmanın diğer bulguları şu şekildedir; A.B.D.'de kurumsal yönetim sistemi sayesinde piyasanın, şirket sahiplerine kontrol uygulayarak serbest piyasanın rolüne vurgu yaptığı, Japon sisteminde ise grup içi şebekeleşmenin baskın olduğu ortaya çıkmıştır. Japon sisteminde ne özel şirketler ne de piyasa dinamikleri iş icrasından daha önemli değildir. Alman sisteminde ise, refah üreten bir birim olarak şirket, hem piyasadan hem de işin icrasından daha önemlidir.

Yasal sistemde hakların önceliği esas alınarak, katılımcıların kurumsal yönetime üç ülkedeki etkileri izleyen tabloda özetlenmiştir.

Tablo 2 - Amerika, Japonya ve Almanya'daki Kurumsal Yönetim Sistemlerinde Rol Alan Tarafların Öncelik Sıralamaları

Amerika	Japonya	Almanya
Şahıslar	İş şebekesi	Bankalar
Kurumlar	Bankalar	İş şebekesi
İş şebekesi	Hükümet	Çalışanlar
Çalışanlar (Kurumlar)	Kurumlar	Hükümet
Hükümet	Şahıslar	Şahıslar
Bankalar	Çalışanlar	Kurumlar

Kaynak: Michael J Rubach ve Terence C. Sebor (1998) "Comparative Corporate Governance: Competitive Implications of an Emerging Convergence", **Journal of World Business**, 33 (2) 167-184, s. 171.

Kıta Avrupası Modelinde, kurumsal yönetim ilişkiler üzerine kurulmuştur ve ilişkilerin, şirket sahipleri ve yöneticileri arasında uzun vadeli, her iki tarafa da yarar sağlayan değişimleri temin için kullanılan bir mekanizma olduğu

görülür. Anglo-Sakson modelde ise, hissedar ve piyasa beklentileri, bireyi ön plâna çıkaran kültür nedeni ile, ön plândadır.

Anglo-Sakson ve Kıta Avrupası Kurumsal Yönetim Sistemlerinin Karşılaştırması Tablo-3'de verilmiştir.

Tablo 3 - Anglo-Sakson ve Kıta Avrupası Kurumsal Yönetim Sistemlerinin Karşılaştırması

Kriter	Anglo-Sakson Sistemi (Piyasa Kontrolü)	Kıta Avrupası Sistemi (Büyük Hissedar Kontrolü)
Ortaklık	Dağınık	Yoğunlaşmış
Ortak Kimliği	Kurumsal Yatırımcılar ve Bireysel Yatırımcılar	Aileler, Özel Şirketler, Finansal Kurumlar
Kontrol	Yönetim Kurulunda	Büyük Hissedarda
Yönetim Kurulu	Dış Üyeler Etkin	İç Üyeler ve Büyük Ortaklarla Bağlantılı Dış Üyeler
Sermaye Piyasaları	Likit	Göreceli Olarak Likit Değil
Kurumsal Kontrol Piyasası	Gelişmiş	Kısıtlı
Karşılıklı Hissedarlık	Kısıtlı	Yaygın
Koteli Şirket Sayısı	Çok	Az
Hissedar-Yönetici İlişkisi	Kısıtlı	Yoğun
Yatırımcı İlişkisi	Yaygın	Yaygın Değil
Şirket Sahipleri İle Grup Şirketlerinin Uzun Süreli İlişkisi	Yaygın Değil	Yaygın
Yönetim Faaliyeti Açıklaması	Yaygın	Yaygın Değil
Hissedar Aktivizmi	Yaygın	Yaygın Değil
En İyi Uygulama Kodu Uygulaması	Etkin	Etkin değil

Kaynak: Kula, a.g.e., s. 44.

Her iki sistemde de mevcut dezavantajların giderilmesine yönelik çabalar söz konusudur. Dışarıdakilerin hakimiyetlerine dayalı (Anglo-Sakson) kurumsal yönetim sistemlerinin geçerli olduğu ülkelerde, sistemin vekâlet ilişkisinden kaynaklanan sorunlarını çözmek için bağımsız yönetim kurulu

üyeliklerinin yaratılması ya da denetim işlevinin etkinliğinin artırılmasına yönelik çabalar vardır. Benzer biçimde Kıta Avrupası Modelinde de şirketin sahiplik ve yönetim işlevlerinden kaynaklanan azınlık haklarının ihlâlini önleyecek çalışmalara ağırlık verilmiştir. Bu kapsamda azınlık haklarının iyileştirilmesi, şeffaflık ve kamuyu aydınlatma standartlarının geliştirilmeleri ve hesap verebilirliğin artırılması yönünde araştırma ve geliştirmeler sürmektedir.

Her ne kadar iki temel kutupta incelense de, uygulamada bölümün başında da ifade edildiği gibi, ülke ihtiyaçlarına karşılık vermesi için düzenlenmiş, ülke sayısı kadar farklı kurumsal yönetim uygulamasına ulaşmak mümkündür. Tablo-4, uygulayıcı ülkeleri, kurumsal yönetim esaslarını hazırlayan grupları, kurumsal yönetim temel araçlarını ve uygunsuz durumlarda kullanılacak yaptırım mekanizmalarını göstermektedir.

Tablo 4 - Kurumsal Yönetimde Farklı Uygulamalar

Örnek Ülkeler	Hazırlayan	Amaç	Yaptırım Mekanizması
İtalya, Yunanistan, Tayland, İngiltere. Kanada. Singapur. Güney Afrika, Hong Kong. Hindistan	Borsalar/sermaye piyasaları komisyonları	Borsaya kayıtlı şirketlerin kurumsal yönetim prensiplerine uymalarını sağlamak	* Halka açık şirketlerin borsaya kaydı için şart koşturmak * Bazı ülkelerde yaptırım yok
OECD. Dünya Bankası Business Roundtable	Bağımsız uluslararası organizasyonlar	Uluslararası platformda öncülük edip, kendi "kodlarını" hazırlayanlara adapte edebilecekleri örnek model" sunmak	Yaptırım yok
Singapur, Hindistan, Brezilya, Güney Afrika, TÜRKİYE	Bağımsız ve konsensüs yaratıcı oluşum (enstitü)	Kurumsal yönetim konusunda bilinçlendirme, eğitim, bilgilendirme, yöntem gösterme	Üye olacak kuruluş ve kişilerin bu kurallara gönüllü uyması, uymazlarsa üye olamamaları
İngiltere. Fransa. Güney Kore. Malezya. Hindistan	Özel sektör veya özel sektör-devlet inisiyatifleri	Ülke şartlarına uygun şirketlere örnek olacak kurumsal yatırım prensiplerini hazırlamak	Borsalara ve diğer devlet birimlerine baskı
Avustralya, Almanya, İrlanda, İsveç, Amerika, İngiltere	Kurumsal yatırımcılar/ yatırımcı organizasyonları	Yatırım yapacakları şirketlerde olmasını istedikleri kurumsal yatırım prensiplerini açıklayarak isteklerini bildirmek	* Azınlık haklarını kullanmak. * Uymayan şirketlere kötü not vermek ve yatırım yapmamak
Amerika (GM, Texaco, BP Amoco)	Şirketler	Şirketin kurumsal yatırım prensiplerini açıklayarak yatırımcı dostu olmak	Yaptırım yok

Kaynak: www.tusiad.org

2.2. KURUMSAL YÖNETİM ENDEKSİ UYGULAMALARI

Ortaya çıkış nedenlerini, gelişim sürecini ve işleyişini incelediğimiz Kurumsal Yönetim kavramı, yirminci yüzyılda nerede ise dünyanın en güçlü kuruluşları haline gelen şirketlerin "iyi yönetilmelerini" hedefleyen bir uygulamalar bütünüdür.

Kurumsal yönetimin gerektiği gibi uygulanması kadar önemli bir diğer konu da, uygulama sonuçlarının fiyat, getiri gibi bir takım performans kriterleri ile ölçülmesi ve izlenmesidir. Bir sonraki bölümde ayrıntılı olarak incelenecek, dünyadaki ve Türkiye'deki uygulamalara yönelik analizler benzer bir gaye ile gerçekleştirilmiş olsalar da, yatırımcıların yatırım kararlarını vermeleri sırasında bu tür bilimsel analizler yapmaları pek pratik ve mümkün görünmemektedir. Bunun yerine kurumsal yönetim uygulamalarını hakkıyla yerine getiren şirketler için, ilgili tüm taraflarca rahatça takip edilebilen, Kurumsal Yönetim Endeksleri ya da Kurumsal Yönetim kurallarına göre yönetilen alt borsaların oluşturulmaları seçenekleri tercih edilmektedir.

“Halka açık anonim ortaklıkların iyi yönetilmeleri” ideali ile yola çıkan kurumsal yönetim, bir takım kural ve ilkelerin oluşturulmaları, bu ilkelerin uygulanmaları, uygulanma derecelerinin ölçülmeleri gibi fikirden uygulamaya doğru ilerleyen bir akış içerisinde. Bu akışta gelinmiş olan son nokta ise, kurumsal yönetim ilkelerini başarı ile uygulayan şirketlerin, ulusal borsalarda bir endeks içerisinde, ilgili tüm tarafların değerlendirmelerine sunulmasıdır. Oluşturulan böylesi bir yapı içerisinde yer alan iyi kurumsal yönetim ilkelerine sahip şirketlerin yatırımcılarda uyandırdıkları güven duygusu ve dolayısı ile değerleri artacak, bu durum da, diğer şirketler için başta rekabet nedeni ile ulaşılması ve hattâ geçilmesi gereken bir hedef olma niteliği kazanacaktır.

Bu ayrıtta, kurumsal yönetim uygulamaları nedeni ile, koteli oldukları borsada ayrı birer sınıflandırmaya tâbi tutulmuş şirketlerin oluşturduğu ve halen 5 ülkede uygulanmakta olan endeks ve alt borsalar incelenecektir. 31 Ağustos 2007 tarihinde oluşturulan İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi'nin gelişimi, işleyişi ve bugünkü durumu ise üçüncü bölümde ayrıntılı olarak ele alınacaktır. Kurumsal yönetim endeksi oluşturma konusunda Türk Sermaye Piyasalarını da özendiren ve uygulamaları ile tüm dünyada örnek gösterilen, Brezilya Borsası BOVESPA'nın sıkı kurumsal yönetim prensiplerini uyguladığı “Novo Mercado” alt borsası ve Milano Borsası'nın “STAR” adlı alt borsası takip eden ayrıtlarda ele alınmaktadır.

2.2.1. Brezilya'dan Novo Mercado Uygulaması

Brezilya borsası, çağın gereklerine ayak uydurarak, yerli ve yabancı yatırımcıları çekmek üzere, mevcut kotasyon kurallarında iyileştirmeler yaparak, yükselen trend olan kurumsal yönetime yönelme gereğini hissetmiştir. Bu nedenle, yatırımcıların risklerini azaltmak, pazarda likiditeyi ve hisse senedi değerini artırmak amacı ile, Novo Mercado (Yeni Pazar) adı verilen bir alt borsa oluşturmuştur. Novo Mercado'da amaçlanan, hissedarlar ile şirket yönetimi arasında asimetrik bilgiden kaynaklanan güç dengesizliğini ortadan kaldırmak ve hissedar haklarını garanti altına almaktır. Novo Mercado'da yer almak isteyen şirketler için aşağıda yer alan hususları yerine getirmek birer zorunluluktur:

- Üç ayda bir yayınladıkları malî tablolarına ek olarak konsolide malî tablolarını ve nakit akım tablolarını açıklamak;
- Minimum halka açıklık oranını %25'te tutmak;
- Borsada işlem gören hisseleri ile ilgili olarak sürekli güncel bilgi vermek;
- Yılda en az bir kez, yatırım uzmanlarının ve diğer ilgili tarafların katılacağı bir kamuyu aydınlatma toplantısı düzenlemek;
- Şirket faaliyetleri ile ilgili yıllık bir takvim yayınlamak;
- Şirket üst yönetimi ve hâkim ortakların hisse alım satımı ile ilgili faaliyetleri ve hisse senedi opsiyon plânları ile ilgili aylık bilgi vermek;
- Firmanın net değeri ve ilişkili taraflar ile yapılan 200.000 BRL'i (Brazilian Real) aşan sözleşmeler hakkında bilgi yayınlamak.

Novo Mercado'nun getirdiği en katı kural, yatırımcı haklarına yöneliktir. Şirketlerin kendilerini kurumsal yönetim gerekleri doğrultusunda yapılandırabilmeleri için "Level 1" ve "Level 2" adı verilen iki aşamadan geçmelerine olanak sağlanılmıştır. "Level 1" şirketlerinin daha şeffaf hale

gelmeleri, hâkim ortaklar, yönetim kurulu üyeleri ve üst yönetim tarafından yapılan hisse alım satımı hakkında ayrıntılı bilgilerin alınması ile sağlanmaktadır. “Level 2” düzeyinde ise, bazı istisnalar hariç, Novo Mercado’dan istenilen bilgilendirmenin önemli bir kısmı kamuya açıklanmalıdır. Bu aşamalardan geçen bir şirket Novo Mercado alt borsasına girebilir.

Şirketler, ulusal borsa olan BOVESPA ile bir anlaşma imzalayarak Level 1, Level 2 ya da Novo Mercado kurallarına uyacaklarını taahhüt etmektedirler. BOVESPA, şirketlerin bu anlaşma ile altına girdikleri yükümlülükleri yerine getirip getirmediğini takip ve temin etmektedir.

Göze çarpan önemli bir yenilik de, hissedarlar ve şirketler arasındaki anlaşmazlıkları çözmek için oluşturulan Pazar Tahkim Panelidir (Market Arbitration Panel). Bu yapı, konusunda uzman kişilerden oluşmakta, yatırımcı ve şirketler arasındaki anlaşmazlıkların çözümüne katkı sağlamaktadır.⁸¹

2.2.2. İtalya’dan STAR Uygulaması

İtalya Milano Borsası tarafından Nisan 2001’de kurulan STAR, sıkı kurumsal yönetim ilkelerinin uygulandığı önemli bir diğer uygulamadır. İtalyanca açılımı “Segmet Titoli can Alti Requisiti” (Nitelikli Orta Ölçekli Firmalar Pazarı) olan STAR, Mercato Telematico Azionario - MTA, elektronik sermaye pazarının bir alt borsasıdır. STAR’a piyasa değeri 800 milyon Euro veya daha az olan küçük ve orta ölçekli, yüksek kurumsal yönetim standardında şirketler kote olabilirler. Halka açıklık oranı %43, piyasa değeri 17 milyar Euro’dur.*

⁸¹ Güler Manisalı Darman, “Kurumsal Yönetimde Dünyadaki Gelişmeler; Kurumsal Yönetim Endeksi ve Kurumsal Yönetim Reytingi”, 3 Mayıs 2005, (Erişim) http://www.cgscenter.org/doc/kurumsal_yonetimdedunyadakilismelerkurumsalyonetimendeksiwereytingi.pdf, 27.03.2008, s. 2-5.

* 2005 yılı verilerine göre.

STAR'a kote olan şirketlerin:

- %100'ünde atama komitelerinin üyelerinin çoğunluğu bağımsız üyelerden oluşmaktadır.
- Tamamında iç denetim departmanları, %98'inde iç denetim komiteleri vardır. Bu komitelerin %77'si bağımsız üyelerden oluşmaktadır.
- Hak ve çıkarların tespiti ile ilgili komitelerin üyelerinin %97'si icracı olmayan üyelerden oluşmaktadır.
- %59'unun yönetim kurulu yılda 5-9 defa toplanmaktadır.
- %87'si genel kurulda hissedarlara yönetim kurulu üyelerinin özgeçmişini sunmaktadır.

Uygulamaların sonucu olarak 2002 yılında Londra FTSE Small Cap'a kote firmalardan %23, Frankfurt SMAX'de koteli şirketlerden %17, Euronext Prime'da koteli şirketlerden %17 daha iyi prim yapmıştır.⁸²

Dünyada kurumsal yönetim endeksi uygulamalarına verilebilecek diğer örnekler, Güney Afrika Cumhuriyeti, Johannesburg Borsası "Socially Responsible Investing Index" ve Kore Borsası "Korea Corporate Governance Stock Price Index"dir.

Tüm bu uygulamalar, yatırımcıları cezbetmeye yöneliktir. Yaklaşık 35 trilyon A.B.D. \$'lık parasal bir gücü temsil eden kurumsal yatırımcıları çekmek için uygulamalar etkin ve verimli çalıştırılmaktadır. Novo Mercado ve STAR borsaları örnekleri bu nedenle, şeffaflığın şirket değerine yaptığı olumlu katkıların geçerli kanıtları olarak sayılabilir. Borsalarda uygulanan katı kurallar pazar dinamiğini harekete geçirmiş, şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerini ödünsüz uygulamasını sağlamıştır.

⁸² Darman, **a.g.m.**, s. 6-9.

2.3. KURUMSAL YÖNETİM VE ÖLÇÜLEBİLİR FİNANSAL ETKİLERİNİN ARAŞTIRILMASI

Kurumsal yönetim kavramının ortaya çıkışından başlayarak, uygulama sonuçlarının yansımaları ilgi çekmiş ve bu nedenle pek çok çalışma yapılmıştır. Yapılan çalışmalar genel olarak iki temel amaca hizmet etmektedir. Bunlardan ilki, yatırımcıların belirli bir şirketteki korunma düzeylerinin tespit edilmesi ve riskler ile şirkete ait bilgilerin yorumlanabilecek biçimde sunulmasıdır. Bir diğer amaç ise, özellikle kriz zamanlarında eksikliğinden sıkça bahsedilen, kurumsal yönetim uygulamalarının gerçekten de ölçülebilir etkilerinin olup olmadığını tespit etmektir. Amaçlardan ilkinin ulaşmaya yönelik çalışmalar genellikle mikro düzeyde olup, toplumun tamamını ilgilendiren ve akademik alanda yankı bulan araştırmalar genellikle ikinci amaca ulaşmak üzere yapılan çalışmalardır.

Bu tez hazırlanırken, incelenen ölçüm çalışmalarının sınıflandırılmaları için, çalışmalara konu olan ülke ayrımı ve çalışmanın yapıldığı tarih kriteri olarak kabul edilmiştir. Öncelikle konunun 90'lı yılların ikinci yarısından itibaren incelendiği, Türkiye dışı çalışmalara yer verilecek, ardından Türkiye'de yapılan araştırmaların ve sonuçlarının değerlendirilmeleri ayrı bir başlık altında incelenecektir.

2.3.1. Türkiye Dışında Yapılan Araştırmalar ve Sonuçları

Kurumsal yönetimin bu kadar ilgi çekmesinin ve yankı bulmasının nedeni, ortaklıkların yönetiminde suiistimaller ve yönetsel başarısızlıkların gözlenmesi ve gelişmekte olan ülkelerde ardı ardına yaşanan finansal krizlerdir. Gelişmekte Olan Piyasalar Raporu'nda, kurumsal yönetim anlayışının yeterli ölçüde gelişmemesinin ve iyi işlememesinin küçük ortakların doğru ve yeterli bilgiye ulaşamamalarının, aldatılmalarının ve istismar edilmelerinin, söz konusu finansal krizlerin ortaya çıkmaları ve

yayılmalarında önemli birer etken olduğuna işaret edilmiştir.⁸³ Kriz koşulları dışında da, kurumsal yönetim anlayışının gelişmesinin ve yaygınlaşmasının, şirketlerin ve özel sektörün faaliyet performansını iyileştirdiği, bunun da makro ekonomik bir sonuç olarak, ülke kalkınmasına olumlu etki sağladığı açıktır.⁸⁴

Gelişmeye ve tartışmaya son derece açık olan bu kavramın teorik yapısının pratikteki yansımalarını ölçmek amacı ile pek çok çalışma yapılmıştır. Bu çalışmalardan kurumsal yönetimin sermaye piyasalarında ölçülebilir etkilerini göstermek amacıyla yapılmış olan bir bölümünün kapsamlarının ve sonuçlarının özetleri aşağıdadır:

İncelenen bu çalışmaların sunumları sırasında ise, araştırma bulgularının Kurumsal Yönetim - Finansal Sonuçlar, Kurumsal Yönetim - Genel (Yasal - Finansal - Yönetmelik - Makro-ekonomik) Sonuçlar ilişkisine öncelik verilmiş ve ardından çalışma yayın yılı kriter olarak gözetilmiştir.

Xu ve Wang, 1997 yılında, Çin'deki iki borsada (Shenzhen ve Shanghai) kurumsal yönetimin şirket performansına etkilerini araştıran bir çalışma yapmışlardır.⁸⁵ Çalışmanın örneklerini bu iki borsaya kayıtlı 500'den fazla şirket oluşturmaktadır. Çalışmalarında, ortaklık yoğunlaşmasını kriter olarak kabul eden araştırmacılar, yoğunlaşmayı en büyük 10 ortağın hisse oranları şeklinde ölçmüşler ve ortaklık dağılımının şu biçimde olduğunu saptamışlardır: incelemeye konu olan tüm şirketler için toplamda, devletin, kurumların ve şahısların %30'ar pay sahipliği olup, kalan %10'luk pay çalışanlar ve yabancı yatırımcılardır. En büyük paya sahip 5 hissedarın ise toplamda %58'lik payının bulunduğu tespit edilmiştir.

⁸³ Emerging Markets Committee, "Causes, Effects and Regulatory Implications of Financial and Economic Turbulence in Emerging Markets", **Interim Report, IOSCO**, 1998, s. 72.

⁸⁴ Andrew Stone, Kristin Hurley, Rughuir Syhan Khemani, The Business Environment and Corporate Governance: Strengthening Incentives for Private Sector Performance, Business Environment Group, Private Sector Development Department, **The World Bank Group Publications**, 1998, s. 1-2.

⁸⁵ Xiaonian Xu ve Yan Wang "Ownership Structure, Corporate Governance, and Corporate Performance: The Case of Chinese Stock Companies", May 1997, (Erişim) SSRN-id45303, 27.12.2007, s. 7.

Performans ölçüsü olarak: piyasa değerinin defter değerine oranı, özkaynak üzerinden getiri ve varlık üzerinden getiri kullanılmıştır.

Çalışma sonucunda, ortaklık yoğunlaşması ve ortak tipinin şirket performansına etkisi saptanmıştır. Performans ve ortaklık yoğunlaşması arasında pozitif bir ilişki bulunmuştur ki, kurumsal yönetimin âdil olarak uygulanması koşulu ile, büyük ortakların bulunduğu şirketler için hızlı hareket kabiliyetinin var olduğu ve şirket çıkarının hissedar çıkarı ile örtüşmesinin avantajlı olacağını destekleyen başka çalışmalar da bulunmaktadır. Bu pozitif ilişki tüzel kişi hissedarların etkin olduğu şirketler için daha güçlü çıkmıştır. Araştırmanın başka bir bulgusu, devlet mülkiyetinin şirket performansına etkisinin negatif olduğu şeklindedir. Sonuç olarak araştırmacılar, yoğun devletçi politikalardan sonra, özel girişimleri destekler nitelikte bulgulara ulaşmışlar ve devlet dışı hissedarların hisse yoğunlaşmasının piyasa değerinin defter değerine oranı ile pozitif bir ilişkide olduğunu, bunun nedeninin de büyük hissedarın, şirket yalnız kendisininmiş gibi özenli kararlar alarak şirket değerini artırması olarak yorumlamışlardır.

Casavola ve Bianco, 1999 yılında yayınladıkları çalışmalarında, İtalyan Merkez Bankası veritabanından ulaştıkları, en az 50 kişi istihdam eden 1000 imalât şirketi için kurumsal yönetim ve performans ilişkisini araştırmışlardır.⁸⁶ Performans ölçüsü olarak sahiplik yoğunlaşması, kâr payı ödeme sıklıkları ve dış finansman bulabilme olanaklarının kullanıldığı çalışmada, şirket kontrol yapısındaki kurumsal yönetim doğrultusundaki değişimin, şirket sahipliği ve yönetimin ayrılmasının araştırmada verileri kullanılan 650 şirket için pozitif etkilerinin olduğu gözlenmiştir. Ancak, yazarlar başarısız şirketlere gerçekleştirilen devlet müdahalelerinin ve sahiplik yoğunlaşmasının risk algılarını etkileyerek performans ölçümünü sübjektifleştirdiğini ifade etmişlerdir. Ayrıntılı şirket bazlı verilere dayansa da, teorik çerçevenin, uygulanan farklı kurumsal yönetim modelleri ile uyuşmaması ve kurumsal

⁸⁶ Paola Casavola, Magda Bianco, "Italian Corporate Governance: Effects on Financial Structure and Firm Performance", *European Economic Review*, 43, 1999, s. 1057-1068.

yönetim-performans ilişkisini ölçen analizlerin yeterli olmayan sığ sonuçlara ulaşması nedeni ile çalışma, finansal ve akademik çevrelerde fazla ilgi çekmemiştir.

2000 yılında yayınlanan çalışmalarında Johnson ve diğerleri (Bone, Breach, Friedman) zayıf kurumsal yönetim uygulamaları olan ve ekonomik geleceklerini parlak görmedikleri 25 gelişmekte olan ülke için, ortaklık yoğunlaşması, yönetici hakimiyeti ve kurumsal yönetim uygulama eksikliklerinin, şirketlerin başta hisse senetleri olmak üzere, finansal varlıklarının fiyatları ile ilişkisini ölçmüşlerdir.⁸⁷ Çalışmaya dahil olan ülkeler, Çin, Kolombiya, Arjantin, Brezilya, Şili, Çek Cumhuriyeti, Yunanistan, Hong Kong, Macaristan, Hindistan, İsrail, Kore, Malezya, Meksika, Polonya, Portekiz, Filipinler, Rusya, Singapur, Güney Afrika Cumhuriyeti, Venezüella, Tayvan, Tayland ve Türkiye'dir. Yasal sistemin yatırımcının korunması için yetersiz olduğu ülkelerde, yatırımcıların güven kaybı nedeni ile herhangi bir tetikleyici neticesinde sermayelerini ivedilikle yatırım yapılan ülkeden çektiklerini ve bu durumun ülkelerin ekonomilerini daha da kırılgan hale getirdiği temel bulgusuna ulaşılmıştır. Bu tip sermaye hareketlerinin, görece daha başarısız kurumsal yönetim performansına sahip şirketlerin bulundukları ülkelerde çok görüldükleri, sermaye hareketlerinin de şirketlerde yönetici ortak etkinliğini artırdığını gözlemişlerdir. Çalışmada ayrıca, finansal varlık fiyatlarında meydana gelen, açıklanan nedenler yüzünden görülen düşüşün, ülke para birimlerinde değer kayıplarına neden olabildiği ifade edilmiştir.

Renneboog ise 2000 yılında yayınlanan çalışmasında ortaklık yoğunlaşması (çalışmasında "blok sahiplik yapısı" deyimini kullanılmıştır), parçalı kontrol, borçlanma politikası ve yönetim kurulunun yapısı gibi değişkenlerin kurumsal yönetim uygulamaları yetersiz şirketlerin disipline

⁸⁷ Simon Johnson v.d. "Corporate Governance in the Asian Financial Crisis", **Journal of Financial Economics**, 58, 2000, s. 141-186.

edilmelerindeki etkilerini araştırmıştır.⁸⁸ Çalışmada Brüksel Borsası'na kote olmuş ve 1989-1994 yılı verilerine ulaşılabilen şirketler kullanılmıştır. Çalışma ile, üst düzey yönetici değişim hızının, düşük muhasebe kârı ve düşük hisse senedi getirisi ile ilişkili olduğu ortaya koyulmuştur.

Ayrıca, çalışma ile, icrada yer almayan yöneticilerin önemli bir kısmının disipline edici yöntemlerin uygulanmalarını teşvik ettikleri gözlenmiştir. Bu teşvikin en önemli nedeninin de, yüksek borç düzeyleri, zayıflayan ödeme gücü ve likidite yetersizliği karşısında icrada yer almayan yöneticilerin olumsuz tablo karşısında önlem girişimleri olduğu ifade edilmiştir.

2001 yılında Credit Lyonnais Securities Asia'nın yedi başlık altında 57 maddeden oluşturduğu Kurumsal Yönetim Ölçeği, aralarında Türkiye'nin de bulunduğu 25 gelişmekte olan ülkenin 495 şirketine uygulanmıştır⁸⁹ (Kurumsal Yönetim Ölçeği Ek-1'de verilmiştir). Kurumsal yönetimin disiplin, şeffaflık, bağımsızlık, hesap verebilirlik, sorumluluk, hakkaniyet ve Sosyal Farkındalık boyutları ile Tobin'in Q'su*, net gelir/toplam varlıklar gibi değişik bir takım finansal oranlar arasında ilişki aranmış ve pozitif bir ilişki bulunmuştur.

⁸⁸ Luc Renneboog, "Ownership, Managerial Control and the Governance of Companies Listed on the Brussels Stock Exchange", **Journal of Banking & Finance**, 24, 2000, s. 1959-1995.

⁸⁹ CLSA, "Corporate Governance in Emerging Markets", **CG Watch Report**, 2001: 1, (Erişim) www.clsa.com, 09.01.2008, s. 6,

* Tobin's Q: Nobel ödüllü iktisatçı James Tobin'in geliştirdiği bir orandır. Tobin'e göre Q oranı, iktisatçıların tekel rantları olarak adlandırdıkları bir ölçümdür. Muhasebe ve finans literatüründe bu oran şöyle açıklanır: işletme ve rakiplerinin olasılıkla benzer sabit varlıkları mevcuttur. Fakat, bunlardan birinin daha fazla para kazanması, kendine göre benzersiz bir unsura (insanlar, sistemler, yöntemler, müşteriler vb.) sahip olmasından kaynaklanır. Yöntem, piyasa değeri/defter değeri yaklaşımına benzetmekle birlikte, ondan farkı, varlıkların defter değeri yerine "yerine koyma değerini" kullanmasıdır. Diğer bir deyiş ile "Q, işletmenin piyasa değerinin mevcut varlıklarının yerine koyma maliyetine oranıdır. Q değeri 1'e eşit, 1'den küçük ya da büyük çıkabilir. Oranın 1'den büyük çıkması, işletmenin yüksek değerde entelektüel varlığa sahip olduğunu, bu varlıklardan yüksek gelirler elde ettiğini gösterir. Q değerinin 1'den küçük çıkması ise, işletmenin varlık bazında entelektüel sermayeye sahip olmadığını ve varlıkların getiri düzeyinin yerine koyma maliyetlerini karşılayamadığı sonucunu ortaya koyar. Oran endüstriden endüstriye farklılık gösterir. Örneğin, entelektüel sermaye unsurlarının çok yoğun olduğu yazılım endüstrisinde oran 7'lere kadar çıkmakta iken, demir çelik endüstrisinde 1 dolaylarındadır.

Örneğin, örneklemede yer alan en büyük 100 şirketin sermaye harcamaları üzerinden getirileri %23,5 iken, bu oran kurumsal yönetim konusunda en iyi performansı gösteren ilk 25 şirket için %33,8'dir. Yine şirket kapitalizasyonu konusunda, incelemenin en büyük şirketlerinin 3 yıllık ortalama hisse senedi getirileri %127 iken, bu oran kurumsal yönetim alanında başarılı ilk 25 şirket için %267 olarak saptanmıştır.

Coles, McWilliams ve Sen farklı kurumsal yönetim araçları arasından şirketlerin kendi dinamiklerine uygun yapı geliştirme yeteneklerini incelemek amacı ile, 2001 yılında yayınladıkları araştırmayı gerçekleştirmişlerdir. Çalışmalarında yönetim kurulu başkanı tazminatını, yönetim kurulu başkanı görev süresini, yönetim kurulu yapısını, ortaklık yapısını kullanmışlardır. Bunun dışında EVA** (Economic Value Added - Ekonomik Katma Değer) ve MVA* (Market Value Added - Pazar Katma Değeri)'in bu yapıya etkileri incelenmiştir.

Çalışmada, 1984-1994 yılları için Ekonomik Katma Değer ve Pazar Katma Değeri'ni içeren Stern Steward 1000 Database ve Yönetici tazminatlarına ulaşabilmek için Jensen ve Murphy Database kullanılmış, diğer değişkenler için Compustat Database'den yararlanılmıştır. Birleştirilen veriler ile 144 A.B.D. şirketi için kurumsal yönetim araştırması yapılmıştır. Bağımlı değişken olarak şirketin EVA (NOPLAT - (Yatırılan Sermaye x

** EVA (Economic Value Added - Ekonomik Katma Değer): Şirketin yatırımları üzerinden meydana getirdiği vergi sonrası nakit akışları ile şirkette kullanılan sermayeye yüklenen maliyet arasındaki farktır. EVA'nın bir başka tanımı ise: yatırılan sermayenin getirisi ile sermaye maliyeti arasındaki farkın yaratılan sermaye tutarı ile çarpımı sonucu bulunan değerdir.

$$EVA = NOPLAT - (Yatırılan Sermaye \times AOSM)$$

$$EVA = (ROIC - AOSM) \times Yatırılan Sermaye$$

$$NOPLAT = \text{Düzeltilmiş Vergiler Düşüldükten Sonra Net Faaliyet Kârı (Net Operating Profit less Adjusted Taxes)}$$

$$ROIC = \text{Yatırılan Sermaye Üzerinden Sağlanan Getiri (Return on Invested Capital)}$$

$$AOSM = \text{Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti}$$

* MVA (Market Value Added - Pazar Katma Değeri): Şirketin gelecekte yarattığı EVA tutarlarının şimdiki değeridir. Bir diğer tanım da, şirketin piyasa değeri ile toplam yatırılan sermaye arasındaki farktır.

$$MVA = \text{Toplam Değer} - \text{Toplam Yatırılan Sermaye}$$

$$\text{Toplam Değer} = (\text{Dolaşımdaki Hisse Senetleri Sayısı} \times \text{Hisse Senedinin Piyasa Fiyatı}) + (\text{İmtiyazlı hisse senetlerinin sayısı} \times \text{İmtiyazlı hisse senetlerinin Piyasa Fiyatı}) + (\text{Borcun Piyasa Değeri})$$

AOSM) ve MVA (Toplam Değer - Toplam Yatırılan Sermaye) değerleri kullanılmıştır. Regresyon modelinin bağımsız değişkenleri ise, liderlik yapısı, ortaklık yapısı, yönetim kurulu, yönetim kurulu başkanının görev süresidir. Sektör ve büyüklük parametreleri ise, modele kontrol değişkenleri olarak dahil edilmişlerdir.

Sonuçlar, sektör performansının şirketler için etkili ve anlamlı performans ölçüsü olduğunu, kurumsal yönetim mekanizmalarının temsil gücü ile ilintili olduğunu ortaya koymuştur. Ayrıca sektör kontrol değişkeni ve EVA, MVA verileri arasında anlamlı bir ilişki ortaya çıkmıştır.⁹⁰

Min ve Prather, kurumsal yönetimin kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ilkesi çerçevesinde, NYSE ve NASDAQ'a kayıtlı şirketlerin yaptıkları uluslararası Joint Venture (Ortak Girişim) duyurusunun, duyuruyu yapan şirketin hisse senedi değerleri üzerinde yaptığı etkiyi araştırmışlardır.⁹¹ Çalışma sonucunda, ortak girişim duyurularının genellikle hisse senedi fiyatları üzerinde pozitif etki yaptığı görülmüştür. Yüksek Tobin'in Q'su ve düşük serbest nakit akışları olan şirketler için bu etki daha yüksek bir oranda çıkmıştır.

Mitton 2002 tarihli çalışmasında, Güneydoğu Asya Malî Krizi (1997-1998) sırasında ve sonrasında, uygulamadan kaynaklanan şirket bazlı kurumsal yönetim değişkenlerinin şirket performansı üzerindeki etkilerini araştırmıştır.⁹² Araştırma kapsamında Malezya, Tayland, Kore, Endonezya ve Filipinler'de koteli 398 şirket incelenmiştir.

Araştırma yöntemi olarak, regresyonda getiri beklentileri, olası borçlanma tutarı, şirket büyüklüğü, sektör ve ülke kukla değişkenleri ile

⁹⁰ Jerilyn W. Coles, Victoria B. McWilliams, Nilanjan Sen, "An Examination of the Relationship of Governance Mechanisms to Performance" **Journal of Management**, 27,2001, s. 24-33.

⁹¹ Jae Hoon Min, Larry J. Prather, "Tobin's Q, Agency Conflicts, and Differential Wealth Effects of International Joint Ventures" 2001, **Global Finance Journal**, sayı:12, s. 267-283

⁹² Todd Mitton, "A Cross-Firm Analysis of the Impact of Corporate Governance on the East Asian Financial Crisis, **Journal of Financial Economics**, 64, 2002, s. 215-240.

hesaplanmıştır. Normal koşullar altında getiri beklentisi için β (Beta)* katsayısı kullanılmasının daha uygun olacağı düşünülse de, bir çok şirketin betasının hesaplanmasına engel kriz öncesi veri eksikliği nedeni ile bu yola başvurulmuştur.

Bunun yanı sıra, 6 büyük uluslararası denetleme şirketi ve A.B.D.'deki kriz öncesi hisse senedi ihraçları da, kukla değişkenler olarak kullanılmıştır. Her şirketin, sermayenin %5'inden fazlasına sahip hissedarları için ortaklık yoğunluğu ilişkisi ölçülmüştür. Şirketin borçlanma oranları, toplam sermayenin defter değeri oranından, şirket büyüklüğü ise, performansı etkileyebilecek toplam varlıkların logaritmasından hesaplanmıştır.

Çalışmanın sonucu, Güneydoğu Asya malî krizi sonrasında yatırımlara daha çok koruma sağlayan şirketlerle ilgili bir genellemenin yapılabileceğini ortaya koymuştur. Bu genelleme de, yüksek açıklama kalitesi, şeffaflık, makul ortaklık yapısı ve "tek bir faaliyete odaklanma" durumundaki şirketlerin, yatırımcıya daha çok koruma sağladıklarıdır. Ulaşılan bu sonuç, tavizsiz uygulanacak kurumsal yönetim ilkelerinin önemine dikkat çeker.

2002'de yayınladığı çalışmasında Colin Mayer, IT (Bilişim Teknolojileri - Information Technologies) sektörünün gelişimi için, finans sektörünün sahip olması gereken ön koşulları incelemiştir.⁹³ Çalışmanın öne sürdüğü tez, farklı ülkelerdeki hukukî uygulamalar ile, şirket kurumsal yönetim yapısı arasında bir ilişki olduğudur. Elde edilen bulgular, piyasalara yönelik yasal düzenlemelerin kurumsal yapıda önemli bir etkiye sahip olduğu yönündedir. Finansal kurumların risk ve yatırım çeşitlendirmesi anlayışlarının, rekabet, istikrar ve azınlık haklarının korunması kriterleri çerçevesinde şekillendiği gözlenmiştir. Bu doğrultuda A.B.D. ve Avrupa piyasaları arasında yapılan kıyaslamada, Avrupa piyasalarında, A.B.D.'ye nazaran yatırımcı

* Beta (β) bir hisse senedi getirisinin piyasa portföyünün getirisine duyarlılığıdır.

⁹³ Colin Mayer, "Financing the New Economy: Financial Institution and Corporate Governance" **Information Economics and Policy**, 14, 2002, s. 311- 326.

korumasında daha tutucu bir tavır sergilendiği, ayrıca yatırımcılar arasında düşük düzeyde farklılaşmaya gidildiği görülmüştür.

Philip Davis'in aynı yıl yayınladığı araştırması ise, kurumsal yatırımcıların hisse senedi tutma davranışları ile kurumsal yönetim sektör performansı arasındaki ilişkinin varlığı üzerinedir.⁹⁴

Kurumsal yönetimin bir sektör davranışı olarak ortaya çıkmasında, büyük miktarlarda yatırımlar yapan kurumsal yatırımcılar önemli birer faktördür. Tercihlerini kurumsal yönetimi uygulayan şirketler lehine yapan yatırımcılar, bir yandan yatırım yaptıkları şirket hisse senedi değerine olumlu katkıda bulunurken, bir yandan da diğer şirketlerin, sektörün ve ekonominin tümünün benzer bir yönetim yaklaşımı benimsemelerini teşvik eder. Çalışma, kurumsal yönetim uygulamalarının hisse senedi getirileri üzerinde olumlu bir etkisi olduğunu, kurumsal yatırımcıların gelişmesinin kurumsal sektör performansının gelişmesinde etken olduğunu ve bunların, kâr payı dağıtımında artış, duran varlık yatırımında azalış, verimlilikte artış gibi sonuçları olduğunu savunmuştur.

Ayrıca, Anglo-Sakson Kurumsal Yönetim Modeli'ni benimseyen ülkelerde, kurumların daha az yatırım yaptığı ve daha çok kâr payı aldıkları, hayat sigortası ve emeklilik fonlarının da kurumsallaşmada temel yapılar oldukları ortaya koyulmuştur.

2003 tarihli çalışmalarında Bohren ve Odegaard, Oslo menkûl kıymetler borsasında işlem gören şirketlerin performanslarının kurumsal yönetim ile ilişkilerini araştırmışlardır.⁹⁵ Araştırmaları kapsamında 1989-1997 yılları arasında borsaya koteli malî sektör dışındaki firma verilerini kullanmışlardır. Çalışmalarını, kurumsal yönetim mekanizmalarının birbirinden bağımsız

⁹⁴ E. Philip Davis, "Institutional Investors, Corporate Governance and the Performance of the Corporate Sector", **Economic Systems**, 26, 2002, s. 203-221.

⁹⁵ Oyvind Bohren, Bernt Arne Odegaard, "Governance and Performance Revisited" **EFA 2003 Annual Conference Paper** No: 252, 2003, s. 1.

oldukları düşüncesi ile, tek değişkenli modeller üzerine kurmuşlardır. Çalışma sonucunda bazı ilişkilerin varlığının ve yönünün değişmesi, Tobin'in Q'suna dayanan bulguların, diğer ölçütlere göre elde edilen sonuçlarla derlenememesine neden olmakla birlikte, kurumsal yönetimin ekonomik performans üzerinde etkili olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Ayrıca, içeriden sahipliğin olumlu, dışarıdan sahipliğin olumsuz olduğunu (kontrol gücüne sahip büyük hissedarlık olgusunu destekler nitelikte), doğrudan sahipliğin yatırım kuruluşlarına göre avantajlı, performans düşüşünün artan yönetim kurulu üyesi sayısı ile ilintili olduğu gösterir sonuçlar elde etmişlerdir. Bunların dışında, kâr payı dağıtım sıklığı, borçlanma ve oy hakkında yoksun hisse senedi çıkarma gibi faktörlerin şirket performansı ile doğrusal bir ilişki içerisinde olduğunu ileri sürmüşlerdir.

Zayıf kurumsal yönetim sistemi uygulamaları ile ortaklık yapısı ve hissedar çıkar çatışmaları arasındaki ilişkiyi incelediği çalışmasını 2003 yılında yayınlayan Joh, bu araştırması için bağımsız denetime tâbi 5829 Kore şirketinin 1993-1997 yıllarındaki verilerini kullanmıştır. Düşük ortaklık yoğunluğuna sahip şirketlerin düşük kârlılık gösterdiğini, ancak bu tür şirketlerde bile kontrol gücüne sahip ortağın bulunduğu tespitini yapmıştır. Bir diğer bulgu ise, zayıf kurumsal yönetimin kriz öncesinde düşük kârlılığa yol açtığıdır. Kore örneğindeki düşük ortaklık yoğunluğu ve düşük performans arasındaki doğrusal ilişki, kurumsal yönetim sisteminin zayıflığına bağlanabilir. Şirket performansını düşüren, hissedarlar arası çıkar çatışmalarının varlığı, kontrol etkisi düşük hissedar varlığının az olduğu halka açık şirketlerde, kapalı aile şirketlerindeki göre, beklenildiği üzere daha belirgin çıkmıştır. Kontrol erkine sahip hissedarların, büyük chaebol şirketlerinde (Güney Kore tröstleri), diğer hissedarlar aleyhine yararlandığı da⁹⁶ görülmüştür.

⁹⁶ Sung Wook, Joh: "Corporate Governance and Firm Profitability: Evidence from Korea before Crisis", *Journal of Financial Economics*, 68, 2003, s. 287-320.

2003 tarihli araştırmalarında, araştırmacılar Marion Hutchinson ve Ferdinand Gul, kurumsal yönetim ilkeleri ile büyüme ve şirket performansı arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır.⁹⁷ Araştırma için ‘Avustralya Menkûl Kıymetler Borsası’nda 1989-1999 tarihleri arasında işlem gören 500 şirkete ait veriler kullanılmış ve büyüme fırsatları ve şirket performansı arasında ters yönlü olduğu görölen ilişkinin, şirket yönetiminin sermayenin önemli bir bölümüne sahip olduğu şirketlerde, görece yüksek getiri sağlayan şirketlerde ve temsil maliyetinin görece düşük olduğu şirketlerde daha zayıf çıkacağı varsayılmıştır.

Elde edilen bulgular, şirketin büyüme fırsatlarını değerlendirme sırasında iç kontrol ve kurumsal yönetim mekanizmalarına daha çok gereksinim duyduğunu ortaya koymuştur. Ulaşılan bir başka sonuç ise, araştırmada kullanılan kurumsal yönetim değerşkenlerinin bütün şirketlere yönelik kullanılmaması gerektiği, bunların şirket özelliklerine göre seçilerek kullanılmalarının daha uygun olacağıdır. 310 Avustralya şirketine ait verilerin analizi, yapılan varsayımları desteklemiş ve ulaşılan sonuçlara dayanak oluşturmuştur. Buna göre, yüksek şirket performansının, şirket yöneticilerine hisse senedi şeklinde ya da başka bir takım yollarla teşvikler sağlayan şirketlerde belirgin çıktığı bulunmuştur. Büyüme fırsatları olan şirketlerde kurumsal yönetimin çok önemli olduğunun sonuçlarla desteklendiğinin de altı çizilmiştir.

Araştırmacılar Brockman ve Chung ise 2003 tarihli çalışmalarının amacının, yatırımcı koruması ve şirket likiditesi arasındaki ilişkiyi inceleme olduğunu belirtmişlerdir.⁹⁸ İyi bir yatırımcı korumasının bilgi asimetrisini azaltacağını, bu durumun da, düşük likidite maliyeti ile, satın alım-satış fiyat aralığını daraltacağını ve işlem derinliğini artıracacağını öne sürmüşlerdir. Bu hipotezlerini test etmek için de Hong Kong borsasına kayıtlı 95 şirketten

⁹⁷ Marion Hutchinson, Ferdinand A. Gul, “Investment Opportunity Set, Corporate Governance Practices and Firm Performance”, **Journal of Corporate Finance**, 182, 2003, s. 1-19.

⁹⁸ Paul Brockman, Dennis Chung, “Investor Protection and Firm Liquidity” **Journal of Finance**, 2003, Cilt LVIII (2), s. 921-937.

oluşan bir örneklem oluşturmuşlardır. Hong Kong borsasının seçilmesinin en önemli nedeni olarak da, Hong Kong borsasında, iyi yatırımcı koruması olan Hong Kong kökenli şirketlerin yanında, yatırımcı koruması kötü olan Çin kökenli şirketlerin de aynı pazarda işlem görmesi gösterilmiştir.

31 Hong Kong, 64 Çin kökenli olmak üzere, toplam 95 şirket verisi kullanılmış, likidite ölçüsü olarak satın alım-satış fiyat aralığı ve dolar bazında işlem derinliği kullanılmıştır. Çalışma sonucunda, Hong Kong kökenli şirketlerin satın alım-satış fiyat aralığının, Çin kökenli şirketlere göre daha dar olduğu, işlem derinliğinin ise Hong Kong kökenli şirketlerde daha derin olduğunu ortaya koymuştur. Bu da kurumsal yönetimin sağladığı iyi bir yatırımcı koruma politikasının, likiditesi yüksek bir finansal ortam yarattığını göstermiştir.

Credit Lyonnais Securities Asia (CLSA)'nın yedi başlık altında toplanan 57 maddelik kurumsal yönetim ölçeğinin, şirket değeri üzerinde etkisinin bulunup bulunmadığı, 2003 yılında yayınladıkları araştırmalarıyla, Krishnamurti ile Sevic ve Sevic tarafından ortaya koyulmaya çalışılmıştır.⁹⁹ Bu kapsamda mülksüzleştirme riski en fazla olan, Malezya, Kore, Hong Kong, Endonezya, Filipinler, Singapur, Tayland ve Tayvan'ın aralarında bulunduğu 8 ülkeden 97 şirketi ele almışlardır. Uyguladıkları regresyon analizi sonucunda CLSA ölçüsünün şirket değeri üzerinde doğrudan etkisine ait ilişkisel sonuca ulaşamamışlardır. Ancak, CLSA alt ölçütleri dikkate alındığında, yalnızca şeffaflık ve sosyal farkındalık alt endeksi ile şirket değeri arasında pozitif bir ilişki bulunmuştur.

Durnev ve Kim ise 2003 tarihli, 27 ülkeden 859 şirket üzerinde yaptıkları araştırmalarında CLSA'nın sosyal farkındalık dışındaki alt ölçekleri ile Tobin'in Q'su arasında pozitif ilişki bulmuşlardır. Bir diğer bulgu da,

⁹⁹ Chandrasekhar Krishnamurti, Aleksandaar Sevic, Zeljko Sevic, (2003), "Legal Environment, Firm-Level Corporate Governance and Expropriation of Minority Shareholders in Asia", **EFMA 2003 Helsinki Meetings**, (Erişim) <http://ssrn.com/abstract=407847>, 21.10.2007, s. 1-33

kurumsal yönetim ile işletme değeri arasındaki ilişkinin güçlü yasal çevrede daha zayıf olduğudur.¹⁰⁰

2006 tarihli çalışmalarında Alexakis v.d., (Balios, Papagelis ve Xanthakis), Atina Menkûl Kıymetler Borsa'sı ATHEX listesine koteli 30 şirketten oluşan seçme bir örnekte şirketlerin ortalama getirileri ve fiyat oynaklıkları (volatilité) arasında ilişkiler kurmayı denemişlerdir.¹⁰¹ Borsa getirileri ile fiyat oynaklığında istatistiksel olarak önemli bir değışiklik olup olmadığını saptamak üzere ortalama ve varyans eşitlik testleri uygulanmıştır. Çalışma kurumsal yönetim ve fiyat oynaklığı arasında bir ilişki olduğuna ilişkin kanıtlar sağlamaktadır.

ATHEX'in hisse senedi büyüklüğüne göre oluşturulmuş üç endeksi FTSE ASE 20, FTSE ASE 40 ve FTSE ASE 80'den pazarlanabilirlik bakımından en yüksek onar hisse senedi, Yunanistan'da kurumsal yönetim konusunun piyasalarda yasal işlerlik kazandığı 6 Aralık 2000 ve 17 Kasım 2002 baz alınarak üç ayrı dönemde incelenmiştir (Kurumsal yönetim öncesi dönem, Orta kurumsal yönetim dönemi ve Kurumsal yönetim sonrası dönem). 30 hisse senedinin resmî işlem günlerindeki kapanış fiyatları baz alınarak yapılan çalışma, hisse senedinin taşımış olduğu riskin yansıması olan volatilitenin (oynaklık) getiri ve değışkenlik yönlerinden kurumsal yönetim uygulamalarından nasıl etkilendiğini araştırmıştır.

Çalışmadan çıkartılan sonuç, kullanılmış olan örnek dönemler boyunca metodolojinin uygulandığı şirketler için volatilitenin farklılıklar gösterdiğidir. Özellikle iki yasal düzenleme dönemi arasında kalan orta kurumsal yönetim dönemi süresince volatilitenin azalmış olduğu görülmüştür. Çalışmada, volatilitenin azalmasının en önemli nedeni olarak, kurumsal yönetim uygulamalarının yürürlüğe koyulmuş olması gösterilmiştir.

¹⁰⁰ Art Durnev, E. Han Kim, "To Steal or not to Steal: Firm Attributes, Legal Environment and Valuation", **The William Davidson Institute Working Paper**. No: 554, 2003, s. 1-62.

¹⁰¹ Christos A. Alexakis v.d., "An Empirical Investigation of Corporate Governance: The case of Greece", **Managerial Finance**, Cilt: XXXII, No: 8, 2006, s. 673-684.

2001 yılında yayınladıkları çalışmalarında Gompers, Ichii ve Metrick, 24 koşuldan oluşturulmuş bir kurumsal yönetim endeksi ile hisse senedi getirileri arasında önemli bir ilişki bulmuşlardır.¹⁰² Daha açık bir anlatımla, bu söz konusu endekse göre yüksek olarak sınıflanmış şirketlere yatırım yapmış olan yatırımcıların, ortalama olarak beklenenden %8,5 daha yüksek getiri elde ettiklerini saptamışlardır. Bundan başka, zayıf kurumsal yönetim değerine sahip şirketlerin, daha düşük Tobin'in Q'su oranları sergiledikleri gözlemlenmiştir.

2001 yılında birbiri ile bağlantılı iki ayrı çalışma yayınlayan Black, 1999 Eylülü verilerini kullanarak, bir Rus yatırım bankası olan Brunswick Warburg'un geliştirmiş olduğu gibi bir yönetim davranışı ile, göreceli olarak küçük bir örnek oluşturan 21 Rus şirketinin piyasa değerleri arasında önemli bir ilişki saptamıştır.¹⁰³ Yönetim şekli örnek alınan Brunswick Warburg, kurumsal yönetim ilkelerine en uygun yönetim davranışı sergileyen yerel şirket olduğu için seçilmiştir. Çalışmaların ulaştığı sonuçlar şu genel ifadeler ile özetlenebilir: A.B.D.'de kurumsal yönetim ile piyasa değerleri arasındaki etkileşimin ya da ekonomik etkinin küçük olduğu, çünkü A.B.D. şirketleri arasında kurumsal yönetim uygulamalarının önemli bir fark unsuru olmak yerine, piyasa zorunluluğu (ki çalışmanın yapıldığı dönem Sarbanes-Oxley yasalaşmamıştır, bu bir rekabete dayalı piyasa zorunluluğudur) olduğu, buna karşın, Rus şirketleri arasında kurumsal yönetimin bir farklılık olduğu ve şirket değeri üzerinde ölçülebilir etkileri olabildiği saptanmıştır. Bu sav diğer gelişmekte olan menkûl kıymet piyasaları için de geçerli olabilir.

2003 tarihli çalışmalarında, Drobetz, Schillhofer ve Zimmermann piyasa kapitalizasyonu en yüksek ilk 50 Alman şirketi için kurumsal yönetim derecelendirmesinin şirket değeri ile pozitif olarak karşılıklı ilişki içerisinde olduğunu saptamışlardır. Bunun da ötesinde, görmüşlerdir ki, kâr payı

¹⁰² P. Gompers, J. Ichii, ve A. Metrick, "Corporate Governance and Equity Prices", **Working Papers Series**, No: 8449, NBER, 2001, s. 44-68.

¹⁰³ Bernard Black, "The Corporate Governance Behavior and Market Value of Russian Firms" **Emerging Markets Review** Cilt. II, 2001b, s. 1-25

getirileri ve fiyat/kazanç oranları sermaye maliyetini temsil ettiklerinde, bu söz konusu derecelendirme beklenen getiri ile negatif olarak karşılıklı ilişki içerisinde.¹⁰⁴

2004 yılında yayınladıkları çalışmada Beiner, Drobetz, Schmid ve Zimmermann, İsviçre Menkûl Kıymetler Borsası'nda (Swiss Stock Exchange - SWX), borsaya kote tüm şirketler üzerinde yapılmış bir araştırmaya dayalı olarak bir kurumsal yönetim endeksi oluşturmuşlar ve endeksteki bir puan artışın piyasa kapitalizasyonunda (hisse senedi fiyatı x hisse senedi sayısı) ortalama olarak %8,5'luk bir artışa neden olduğunu saptamışlardır.¹⁰⁵ Bundan başka Tobin'in Q'su ile farklı kontrol mekanizmaları arasında da ilişkiler bulmuşlardır: örneğin şirket görevlileri ve yöneticilerin daha fazla miktarda hisse sahibi olmaları durumunun şirket değeri ile negatif ilişkide olması gibi.

2002 yılında yayınladıkları çalışmalarında Bai ve diğerleri, "Bir şirketin kurumsal yönetim uygulaması onun piyasa değerini etkiler mi?" ve "Çin'deki hissedarlar iyi bir yönetim standardına bir prim ödemeye istekli mi?" sorularından yola çıkarak yaptıkları araştırmayı sunmuşlardır.¹⁰⁶ Çalışma, Çin'de kurumsal yönetim sorunlarını incelemektedir. Çin'in Shanghai ve Shenzen borsalarına koteli şirketleri için geniş kapsamlı ve ayrıntılı bir dizi kurumsal yönetim mekanizması saptayıp, her birisine ilişkin ölçüler belirlemiştir. Bunun ardından, Çin'in borsaya koteli şirketlerinin genel kurumsal yönetim düzeyini yansıtacak "G Endeksi" adı verilen bir endeks oluşturulmuştur.

¹⁰⁴ Wolfgang Drobetz, A. Schillhofer, ve Heinz Zimmermann, "Corporate Governance and Expected Stock Returns: Evidence from Germany" **ECGI Working Paper in Finance**, No: 11/2003, s. 1-51

¹⁰⁵ Stefan Beiner v.d., (Wolfgang Drobetz, Marcus Schmid, ve Heinz Zimmermann), "An Integrated Framework of Corporate Governance and Firm Valuation - Evidence from Switzerland", **ECGI Working Paper in Finance**, No: 34/2004, s. 2-54

¹⁰⁶ Chong-En Bai v.d., (Qiao Liu, Joe Lu, Frank M. Song, ve Junxi Zhang), "Corporate Governance and Firm Valuations in China" **University of Hong Kong -School of Economics and Finance**, (Erişim) http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=361660#PaperDownload, Kasım 2002, s. 1-45.

Çalışma sonucunda, kurumsal olarak daha iyi yönetilen şirketlerin daha yüksek borsa değerlerine ulaştığıdır. Her bir kurumsal yönetim mekanizmasının değerlemedeki etkilerini ayrıntılı tanımlamak göstermiştir ki, iyi kurumsal yönetim Çin'in gelişmekte olan menkûl kıymetler borsasında büyük önem taşımaktadır. Çinli yatırımcılar daha iyi yönetim standartları için önemli bir prim ödemeye isteklidirler. Yatırımcıların, kullanılan değerlendirme ölçüsüne bağlı olarak %41 - %67 arasında değişen oranlardaki bölümü, iyi yönetilen şirketler için %20'ye varan ek bir prim ödemeye hazırdırlar.

Kurumsal yönetim uygulamalarıyla ülkelerde geçerli hukuk sistemleri arasındaki ilişkileri inceleyen 1996 tarihli La Porta ve diğerlerinin çalışmaları şu şekilde açıklanabilir:¹⁰⁷

Ticaret Hukuku'nun gelişimini incelediklerinde İngiliz kaynaklı Genel Hukuk (Common Law) ve Roma Hukuku kaynaklı Medenî Hukuk'un (Civil Law) bu gelişimdeki temel etmenler olduklarını görmüşlerdir. Medenî hukuk kaynaklı ticaret hukukunu benimseyen ülkelerde, ticaret hukuku adalet ve ahlâk prensiplerine dayalı yasa maddelerinden oluşmuşken, Anglo-Sakson grubu ülkelerinde uygulanan ticaret hukukunun ise, hakimlerin çözüme kavuşturdukları davalar (içtihatlar) ile şekillendiği ifade edilmiştir. Medenî hukuk sisteminden türetilen ticaret hukuku sistemlerinin de Fransız, Alman ve İskandinav sistemi olarak üç ayrı grupta incelenmesi uygun bulunmuştur. Aralarında Türkiye'nin de bulunduğu 49 ülke, mensup oldukları hukuk sistemleri çerçevesinde, yargı sisteminin etkinliği, hukuk düzeni, yolsuzluk, el koyma riski, sözleşme ihlâli riski ve muhasebe standartları ölçüsü şeklindeki altı başlık altında derecelendirilmiştir. Bu derecelendirme ülkelerin kişi başına millî gelirleri ile de ilişkilendirilerek EK-2'de verilen tabloda gösterilmiştir.

Aynı çalışmada kurumsal yönetim etkinliği "her paya eşit oy hakkı", "oy hakkı kullanım kolaylığı", "azınlıkların korunması ve olağanüstü genel kurul

¹⁰⁷ Rafael La Porta v.d., "Law and Finance", **National Bureau of Economic Research Working Paper**, No: 5661, Cambridge, 1996 s. 3-34.

toplanabilmesi için gerekli oy yüzdesi” ile “kâr payı dağıtılmasının zorunlu olup olmadığı” başlıkları altında incelenmiş, bu başlıkların ülkelerde uygulanma oranlarına göre, o ülkede etkin bir kurumsal yönetim sistemi olup olmadığı kararına varılmıştır.

49 ülkenin hukuk sistemleri incelenerek yapılan çalışmada, Türkiye’nin de içinde bulunduğu Fransız hukuk sisteminin yatırımcıyı koruma konusunda en zayıf, İngiliz kaynaklı hukukun ise en güçlü sistem olduğu, Alman ve İskandinav sistemlerinin ise bu iki uç arasında yer aldığı görülmüştür. Ayrıca, pay sahiplerinin korunmalarının, kişi başına millî gelir düzeyi ile ilgili olmadığı, ancak, adalet sistemi etkinliğinin gelir düzeyi arttıkça yükseldiği fikrine yer verilmiştir.

1996’daki çalışmaların devamı niteliğindeki 1997 tarihli çalışmalarında ise, La Porta v.d., hukuk sistemleri ve sermaye piyasaları arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Çalışmaları sonucunda, 1996’da yaptıkları çalışma ile en zayıf hukuk sistemine sahip olarak tanımladıkları, Fransız hukuk sistemi ülkelerinde az gelişmiş sermaye piyasalarının olduğunu, yatırımcıyı en fazla koruyan Anglo-Sakson hukuk sistemlerinde ise, en gelişmiş sermaye piyasalarının bulunduğunu saptamışlardır.¹⁰⁸

La Porta v.d, 2002 tarihli çalışmalarında ise, 27 gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeden 539 firmayı inceleyerek elde ettikleri verilere dayalı olarak, Tobin’in Q’su değeri ile ölçtükleri işletme değerinin, daha iyi hissedar koruması ile pozitif ilişkide olduğunu saptamışlardır.¹⁰⁹

Hissedarların iyi korunmalarının göstergesi: ülkenin Kıta Avrupası hukuk sistemine değil, Anglo-Sakson hukuk sistemine bağlı olmasıdır. Bir diğer gösterge olarak da, yönetim kurulunu kısıtlayan haklar kullanılmıştır.

¹⁰⁸ Rafael La Porta v.d., “Legal Determinants of External Finance”, **Journal of Finance**, 52 (3), 1131-1150, 1997, s. 1131-1150

¹⁰⁹ Rafael La Porta v.d., “Investor Protection and Corporate Valuation”, **Journal of Finance**, 57 (3), 2002, s. 1147-1170

Yazarlara göre, büyük şirketler göz önünde olmayı, yabancı ortaklık ve uluslararası piyasalarda kote olmayı tercih etmektedirler. Bu tercihleri de, yönetim kurulunu ve kurul kararlarını, azınlık haklarının kısıtlanmasını önleyecek bir yapıya kavuşturacaktır.

Analizleri sonucunda, Anglo-Sakson hukuku ülkelerinin, Kıta Avrupası hukuku ülkelere göre daha çok yönetim kurulunu kısıtlayan haklara sahip olduklarını saptamışlardır. Ayrıca, iyi yatırımcı korumasının, yüksek işletme değeri ile ilişkili olduğunu da tespit etmişlerdir.

Yasal sistem ve işletme performansı arasındaki ilişkiyi inceleyen 2003 tarihli çalışmalarında Klapper ve Love, yasal korumanın işletme performansını şu iki nedenden dolayı etkileyebileceği önermesinde bulunmuşlardır:

- Kontrol gücüne sahip büyük hissedarların, azınlık hissedarların yasal olarak daha az korunduğu ülkelerde, azınlıkları mülksüzleştirme olasılığı fazladır.
- Yargı sisteminin ve yasaların etkinliklerinin az olması, şirketler içinde de azınlık hissedarlarının korunmalarının etkinliğini azaltır.

14 ülkeden 374 şirket üzerinde yaptıkları araştırmada, iyi kurumsal yönetimin, iyi piyasa değerlemesine yol açtığı bulgusuna, Tobin'in Q'su ölçüsünü kullanarak ulaşmışlardır. İyi kurumsal yönetimin faaliyet performansına etkisini ise, net gelirler/toplam varlıklar rasyolarının dereceleri ile ispat etmişlerdir. Her iki ölçüm için de pozitif çıkan ilişki, daha zayıf yasal sisteme sahip olan ülkelerde daha güçlü ve belirgin çıkmıştır. Yazarlar bunu, şirket düzeyinde kurumsal yönetim uygulamalarının, zayıf hissedar koruması olan ve zayıf yargı sistemine sahip ülkelerde daha önemli olduğu şeklinde yorumlamışlardır. Ancak, yazarlar işletme düzeyinde kurumsal yönetimin, ülke düzeyinde yargılama süreci zayıflığına ikame olmadığını da ifade etmektedirler. İşletmelerin zayıf yasal sistemlerde, daha zayıf kurumsal yönetim uygulamalarına sahip olduklarını, bunun da işletmelerin güçlü

yasalar ve yasal uygulamalar ile kendi uygulamalarını tamamen ikame edememelerinden kaynaklandığını ortaya koymuşlardır.¹¹⁰

Kurumsal yönetim ve ekonomik çevre ilişkisini araştırdıkları 2003 tarihli çalışmalarında, araştırmacılar Boubakri, Cosset ve Guedhami Asya'da özelleştirmeler sonrasındaki şirket performansları ve ortaklık yapılarındaki değişimleri incelemişlerdir.¹¹¹ 1980-1997 yılı verileri kullanılarak 10 ülkeden 50 şirketin incelendiği çalışmada, daha önce devlete ait olan işletmelerin özelleştirmeler sonrasında, etkinliklerinin, üretkenliklerinin ve kârlılıklarının arttığı görülmüştür. Belirgin performans artışı gösteren şirketlerde, bu artış, uygulanan kurumsal yönetim düzeyi ile ilişkilendirilmiştir.

2.3.2. Türkiye’de Yapılan Araştırmalar ve Sonuçlarının Değerlendirilmesi

Bir önceki ayıttta, kurumsal yönetim uygulamalarının ölçülebilir etkilerini araştıran çalışmalar incelenmiştir. Bu bölümde ise, Türkiye’de konu ile ilgili yapılan çalışmalar ve sonuçlarına değinilecektir.

Türkiye için kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanma derecesinin şirket performansına etkilerini araştıran kapsamlı çalışmalardan biri 2001 yılında yayınlanan “Sermaye Piyasalarında Kurumsal Yönetim İlkeleri”¹¹² adını taşıyan çalışmadır. İMKB Araştırma Müdürlüğü tarafından yapılan bu çalışmada, önce kurumsal yönetim konusunda genel bilgiler verilmiştir. Çalışmanın yapıldığı tarihte Türkiye’de kurumsal yönetim konusunda henüz bir yasal çerçeve oluşmuş olmadığından, OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri baz alınarak bir anket hazırlanmış ve bu anket, hisseleri İMKB’de işlem gören şirketlere ve İMKB üyesi aracı kurumlara gönderilmiştir. Anket formunun

¹¹⁰ Leona F. Klapper, Inessa Love, “Corporate Governance, Investor Protection and Performance in Emerging Markets”, **Journal of Corporate Finance**, 195, 2003, s. 1-26.

¹¹¹ Narjess Boubakri, Jean-Claude Cosset, Omrane Guedhami, 2003, “Privatization, Corporate Governance and Economic Environment: Firm-level Evidence from Asia, **Pacific - Basin Finance Journal**, 2004, 281 s. 1-26.

¹¹² Meral Varış v.d., “Sermaye Piyasalarında Kurumsal Yönetim İlkeleri”, **İMKB Dergisi**, Özel Sayı, Yıl 5, Sayı 129, s.129-168.

gönderildiği 513 şirketin 415'inden yanıt gelmiştir. Aracı kurumların %56'sı, hisseleri işlem gören şirketlerin ise %79'u değerlendirmeye alınabilecek sonuçlar ilettiğinden, tüm katılımcıların %70'ini ifade eden bir sonuca ulaşılmıştır. Bu sonucun piyasanın genelini yansıtacağı kabul edilmiştir.

Anket sonuçlarının analizinde, kurumsal yönetim ilke ve standartlarının şirketlerin finansal yapıları ve performansları ile ilişkisi saptanmaya çalışılmıştır. Anket formunda yer alan her bir soru, kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanıp uygulanmadığını belirtmektedir. Alınan cevaplara göre, şirketler 5 alt grupta sınıflandırılmıştır. Bu sınıflama şöyle şekillenmiştir:

%100 uygulayan - "Tam uygulayan"

%75 ve üzerinde uygulayan - "Yüksek Düzeyde Uygulayan"

%50 ile %75 arasında uygulayan - "Orta Üstü Uygulayan"

%25 ile %50 arası uygulayan - "Orta Altı Uygulayan"

%25'in altında uygulayan - "Az Uygulayan"

Sonraki aşamada, ilke ve standartların uygulanmaları ile şirketlerin borsa performansları, finansal yapı, finansal likidite, kârlılık performansları ve kâr payı dağıtımları ile ilişkileri incelenmiştir.

Finansal yapı için kaynaklar içerisinde toplam borcun oranı^{*}, likidite için câri oran^{**}, kâr performansı için net kâr marjı^{***}, brüt kâr marjı^{****} ve özsermaye kârlılığı^{*****} kriter kabul edilmiştir.

^{*} **Toplam Borç Oranı:** Şirketin aktif toplamından özsermayenin çıkarılarak, kalan tutarın aktife bölünmesi ile bulunur. Oranın yüksek olması, kredi verenler açısından emniyet marjının dar olmasını göstermesi bakımından önemlidir.

^{**} **Câri Oran:** İşletmenin kısa vadeli borçlarını ödeyebilme yeteneğini ortaya koyan bir orandır, dönen varlıkların kısa vadeli yabancı kaynaklara bölünmesi ile elde edilir.

^{***} **Net Kâr Marjı:** Şirketin net kârının (Net Kâr = FVÖK - Faiz - Vergi) şirketin satışlarına oranlanması ile elde edilir.

^{****} **Brüt Kâr Marjı:** Şirketin net satışlarının, satışların maliyetinden olumlu farkı olan, brüt satış kârının net satışlar tutarına bölünmesi ile bulunan bir finansal analiz rasyosudur.

^{*****} **Özsermaye Kârlılığı:** Hissedarlar açısından şirket değerinin artırılması temel amaç olduğundan, şirketin 1 YTL'lik özsermayesinin ilgili dönemde yüzde kaç getiri sağladığını bulmak üzere kullanılır. Net kârın toplam özsermayeye bölünmesi ile elde edilir.

Şirket yönetimi ile getiri performansı arasındaki ilişkiye ise genel, imalât sanayii ve malî sektör çerçevelerinden bakılmıştır. Getiriler, aylık ve dolar bazlı olarak üç ayrı veri setinden hesaplanmıştır. Hesaplamalar, Ocak 1997-Aralık 1999 dönemi için (36 ay), Ocak 1998-Aralık 1999 dönemi için (24 ay) ve Ocak 1997-Aralık 1999 için (12 ay) yapılmıştır. Risk ölçüsü olarak, ilgili getiri setinin standart sapması hesaplanmıştır.

Kurumsal yönetim ilke ve standartlarını orta üstü uygulayanların getiri performansları, orta altı uygulayanlardan belirgin bir biçimde yüksek çıkmıştır. Şirketlerin getiri-risk karşılaştırmasını netleştirmek üzere, ortalama getirideki sapmaya, yani riske karşılık medyan değeri getiri incelendiğinde, orta üstü kurumsal yönetim uygulamacılarının medyan getirileri pozitif, orta altı kurumsal yönetim uygulamacılarının ise negatif olarak bulunmuştur.

1998-1999 (24 aylık) ve 1999 (12 aylık) dönemleri için veri seti incelendiğinde ise, kurumsal yönetim ilke ve standartlarını orta üstü uygulayan şirketlerin daha yüksek performansı daha düşük riskle yönettikleri ortaya çıkmıştır.

Analizler sonucunda, imalât sanayii şirketlerinin kurumsal yönetim ilkelerini uygulamaları, piyasa getiri performanslarını etkilemiş ve 1998-1999 döneminde, 1997-1999 döneminin piyasa getiri oranından yüksek çıkmıştır.

Şirketlerin konsolide bilânço ve gelir tabloları oluşturularak elde edilen kârlılık oranlarının analizinde ise, yine kurumsal yönetim ilke ve standartlarını orta üstü uygulayan şirketlerin ortalama olarak kâr performanslarının 1998 ve 1999 yıllarında görece daha yüksek gerçekleştiği belirlenmiştir. Özsermaye kârlılığı, net kâr marjı, aktif kârlılık kriterlerinden her birinde, bu şirketlerin kârlılık performansları daha yüksektir. Kurumsal yönetim ilke ve standartlarını orta üstü uygulayan şirketlerin 1998 yılındaki ortalama özsermaye kârlılığı %22,5 ve 1999 yılında %11,4 çıkmıştır. Karşılaştırılan grup olan kurumsal yönetim ilke ve standartlarını orta altı uygulayan grupta ise bu oranlar, 1998

için %9,6, 1999 yılı için ise %7,6 olarak saptanmıştır. Satışların kârlılığı açısından net kâr marjı, orta üstü grup için 1999 yılında %4,4 iken, orta altı grup için bu oran %2,8'de kalmıştır. Aktif kârlılık oranlarının incelenmesi ile de kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanmasının daha yüksek kârlılığa neden olduğu ortaya çıkarılmıştır.

Getiri performansları ile birlikte değerlendirildiğinde, finansal performansı daha iyi olan şirketlerin, kurumsal yönetim ilkelerini orta üstü uygulayan şirketler (orta üstü ve tam uygulayan) olduğu, bu şirketlerin piyasa getiri performanslarının daha yüksek gerçekleştiği belirlenmiştir. Piyasa katılımcılarının şirketlerin finansal başarılarını göz önünde bulundurarak yatırım yaptıkları kabul edilir ise, kurumsal yönetim ilkelerinin yine dolaylı olarak piyasa performansında etkili oldukları apaçıktır.

İşletme performansının ölçümlerinde sık kullanılan özsermaye kârlılığı ve net satış kârlılıkları, kurumsal yönetim ilkelerini orta üstü ve tam olarak uygulayan üyelerde daha yüksektir. Özsermaye kârlılığı 1998 ve 1999 yıllarında orta üstü grup için %30 ve %45 iken bu oran orta altı grup için %15 ve %35 olarak bulunmuştur.

Kurumsal yönetim ilkelerine yönelik soruların tümüne verilen cevapların yerine ana ilkeler itibarı ile şirket performanslarının farklılaşmasının incelendiği bölümde, yöneticilerin bağımsızlığı, şeffaflık, iç denetim, çalışanlarla ilişkiler, ortaklara eşit davranma ilkeleri getiri performansı ile ayrı ayrı ilişkilendirilmişlerdir. Bu bölümün sonunda ise, şu sonuçlara ulaşılmıştır: ankette yer alan İMKB üyelerinin %58'i kurumsal yönetim ilke ve standartlarını orta üstü uygulamaktadırlar. Kalan kısmın %40'ı orta altı ve %2'lik kısmı ise çok az uygulamaktadırlar.

Genel sonuçları itibarı ile, ankete katılan 513 şirket ve aracı kurumun 358'inin kurumsal yönetim ilke ve standartlarının farkında olduğu belirlenmiştir. Sorulara verilen yanıtların içerikleri değerlendirildiğinde %52'lik

bir farkındalık düzeyine ulaşılmış olması, anketin yapıldığı dönem için olumlu değerlendirilmiştir; zira bahsedilen dönemde Türkiye için henüz yasal bir çerçeve oluşturulmamıştır. Bunun dışında çalışmanın yapıldığı dönem için Türkiye'nin kurumsal yönetim karnesi olarak nitelendirebileceğimiz diğer bulgular şu şekildedir:

- Yönetim kurulu üyelerinin önemli bir bölümü, aynı şirketler grubu bünyesindeki çeşitli şirketlerde görev almakta olup, kurul üyeleri ve ortaklar arasında akrabalık ilişkileri dikkat çekicidir.
- Türkiye'de yönetim kurulu üyelerine sağlanan malî haklar performansa dayalı değildir.
- Üst düzey yönetici atamalarında, şirketlerin ağırlıklı hissedarları ve sahipleri karar verici durumundadırlar.
- Borsada işlem gören şirketlerde kamuyu aydınlatma gelişmiştir.
- Şirket çalışanlarına hissedarlık olanakları sağlanması etkin ve yaygın değildir.
- Borsa şirketlerinin ve üyelerin yalnızca %17'sinde oy hakları bakımından farklı gruplar yaratılmıştır.
- Başkan (chairman) ve Operasyonel Faaliyetlerden En Üst Düzeyde Sorumlu kişi (CEO) ayrımı yerleşmemiştir.
- Yönetim kurulu üyeleri arasında bağımsız üye bulunmamakta ya da ortalamayı etkilemeyecek kadar azınlıkta kalmaktadırlar.
- Yönetim kurulu üyelerinin aynı zamanda şirkette başka görevleri vardır. Bu durum yönetimin etkinliğini ve performans denetimini olumsuz etkilemektedir.
- Genel müdür konumundaki görevliler ile yönetim kurulu üyeleri arasında akrabalık ilişkisi, borsa şirketlerinde görece daha fazladır.

- Yönetim kurulu üyeleri, şirketlerde istedikleri bilgilere ulaşabilme olanağına sahiptirler.
- Ortaklarla ilişkilerin ayrı bir birim ya da komite tarafından takibi yaygın değildir.
- İmtiyazlı hisse uygulamasına borsa şirketlerinde, üyelere kıyasla daha sık rastlanmaktadır.
- Malî sektörde oy hakları arasında farklılık yaratılması ve imtiyazlı paylara yer verilmesi imalât sanayine kıyasla daha fazladır.

Yapılan analiz ve araştırmalar göstermiştir ki, tüm dünyada yapılan çalışmaların sonuçlarına paralel olarak, Türkiye’de de kurumsal yönetim ilke ve standartlarını görece daha fazla uygulayan şirketlerin gerek finansal, gerekse piyasa getirisi performansları, daha az uygulayanlara kıyasla belirgin bir biçimde yüksektir.

Gürbüz ve Ergincan ise, şirketlerin kurumsal yönetim düzeyleri ile performansları arasındaki ilişkiyi araştıran çalışmalarını 2004’de yayınlamışlardır.¹¹³

İMKB-30 Endeksinin kapsamına giren şirketlerin şirket ana sözleşmeleri, SPK’nın hazırladığı Kurumsal Yönetim İlkeleri Rehberi’ne dayanarak oluşturulan ölçütlere göre değerlendirilmiş ve bu bulgulardan hareket ederek bir Esas Sözleşme Endeksi oluşturulmuştur. Şirketin pay sahipleri arasındaki güç ilişkilerini ve dışarıdan gelen yatırımcılara açıklık derecesini ölçmek üzere de bir ortaklık endeksi geliştirilmiştir. Bu endeks oluşturulurken, şirketin halka açıklık oranı, karşılıklı iştirak ilişkilerinin bulunması ve tek pay sahibinin şirket yönetiminde baskın rol oynama derecesi dikkate alınmıştır. Bu iki alt endeksin eşit ağırlıklı toplamı alınarak da Kurumsal Yönetim Endeksi’ne (KYE) ulaşılmıştır.

¹¹³ Gürbüz ve Ergincan, **a.g.e.**, s. 67-76.

Elde edilen kurumsal yönetim endeksleri, şirketin kurumsal yönetiminin borsa performansı, finansal yapısı, kârlılığı ve başka etkenlerle ilişkilerinin araştırılmasında kullanılmıştır. Kurumsal yönetimin finansal yapı üzerindeki etkisini ortaya koyabilmek için, “borç/toplam sermaye” oranı kullanılmış, kârlılık ile kurumsal yönetim arasındaki ilişkiyi incelemek için ise, “net kâr marjı”, “brüt kâr marjı” ve “özsermaye kârlılığı” gibi ölçütlerden yararlanılmıştır.

Sektörel farklılıkların analiz sonuçlarını etkilemesini engellemek üzere, bankalar finansal yapı ve kârlılık analizinde dikkate alınmamıştır. Ayrıca, iki şirkete ait veriler yüksek derecede kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanması ve düşük performans göstergeleri ile güven aralığı sınırları dışında kaldığından analiz kapsamından çıkarılmıştır.

Şirketlerin borsa performanslarını değerlendirmek üzere, birikimli düzeltilmiş getiri (Cumulative Adjusted Return - CAR) dikkate alınırken, çalışmada 2000-2002 yılları arasında aylık bazda derlenilen 3 yıllık birikimli düzeltilmiş getiri serisi kullanılmıştır. Günlük ve aylık ortalama düzeltilmiş getiriler İMKB veri seti kullanılarak hesaplanmıştır. Değişkenler arasındaki ilişkinin düzeyini belirlemek için Pearson korelasyon katsayısı kullanılmıştır. Değişik düzeyde kurumsal yönetim ilkelerini kullanan şirketler arasında performans ve finansal yapı farklarını ortaya çıkarmak için ki-kare* (chi-square, X^2 ; χ^2) ve varyans (Tek Yönlü ANOVA)** analizleri yapılmıştır.

Araştırma kapsamına alınan şirketler KYE'ye göre 5 gruba bölünmüştür. Kurumsal yönetim ilkelerini en ileri derecede uygulayan şirketler 5. grupta yer alırken, en az uygulayanlar da 1. grupta toplanmışlardır. Elde

* **Ki Kare:** İki ya da daha fazla sınıflı iki nitel değişken arasında bağımsızlık olup olmadığını incelemek için başvuru bağımsızlık testidir. Bu test yapılırken, Kontenjans tablosundan yararlanılmaktadır. Bu tablo, incelenen iki değişkenin sıklarına düşen gözlenen frekansların yazıldığı yatay (satırlar) ve düşey (sütunlar) bantlardan oluşan, çift yönlü tablodur.

** **One-way ANOVA (ANalysis Of VAriance) Testi:** İki den çok bağımsız grup verilerinin değerlendirilmesinde tek yönlü varyans analizi kullanılır. Buradaki tek yön ifadesi, grupları birbirinden ayıran tek özellik olduğu, ya da grupların tek değişkeninin değerleri ile ayrıldığı anlamına gelir.

edilen bulgulara göre, KYE'de 10 puanlık bir artış, birikimli düzeltilmiş getiride, 1. gruptan başlamak üzere sırası ile, 0,2 puan, 3 puan, 4 puan, 1,1 puan ve 4,6 puan artışa neden olmaktadır. 4. grupta gözlenen düşük getirinin sektörel bazlı olduğu yorumu yapılmıştır.

Korelasyon analizi sonuçlarına göre, Kurumsal Yönetim Endeksi ile getiri arasında %38,5'lik bir korelasyon, Ortaklık Endeksi ile getiri arasında %35,5'lik bir korelasyon bulunmuştur. Ayrıca, Esas Sözleşme Endeksi ile getiri arasında %28,3'lük bir korelasyon hesaplanmıştır.

Beş farklı grup için, halka açıklık oranına bakıldığında, 3. grubun ortalamasının %20,5, grubun ortalamasının ise %41 olduğu tespit edilmiştir.

En büyük ortağın payı 1. grupta %63, beşinci grupta ise %37 bulunmuştur. Şirketin daha iyi yönetilmesinde, ikinci büyük ortağın varlığının ve etkisinin daha olumlu olduğunu, böylece şirket kararlarında en büyük ortak baskınlığına engel olacağı ileri sürülmektedir. Dolayısıyla, birinci grup için %9 olan pay oranının beşinci grupta %17'ye ulaşması kurumsal yönetim açısından olumlu bir gösterge olarak yorumlanmıştır.

Özsermaye kârlılığı ile KYE arasında monotonik bir ilişkiye ulaşılamamış olunmasına karşın, kurumsal yönetim ilkelerini ileri derecede uygulayan şirketlerin özsermaye kârlılığının yüksek olduğu gözlenmiştir.

KYE ile halka açıklık oranı arasındaki ilişki incelendiğinde, halka açıklık oranı daha fazla olan şirketlerin daha ileri derecede kurumsal yönetim ilkeleri uyguladıkları sonucuna varılmıştır.

Borç/özsermaye oranı ile kurumsal yönetim kalitesi arasında pozitif bir ilişkinin bulunması, daha iyi yönetilen şirketlerin borç verenlere güven duygusu verdikleri ve dış finansman olanağından daha fazla yararlanma olanağı buldukları biçiminde yorumlanmıştır. Böylece, kurumsal olarak daha

iyi yönetilen şirketler, hem borçlanarak hem de yeni hisse senedi ihracı yaparak, dış finansman kaynaklarına daha kolay biçimde ulaşabilmektedirler. Dış finansman ile kurumsal yönetim arasında doğrudan ve pozitif bir ilişki saptandığından, bu durum iyi yönetilen şirketlerin daha fazla yatırım yapma olanaklarının bulunduğunu ve finansman sıkıntısından dolayı kârlı projeleri kaçırmak durumunda kalmayacaklarını göstermektedir.

Çalışmanın sonunda, kurumsal yönetim ilkelerini daha iyi uygulayan şirketlerin borsa performanslarının, bu ilkeleri uygulamayan şirketlere göre daha fazla, özsermaye kârlılıklarının daha yüksek olduğu, yüksek halka açıklık oranlarına sahip şirketlerin ileri derecede kurumsal yönetim ilkeleri uyguladıkları, daha iyi yönetilen şirketlerin borç verenlere güven verdikleri ve bu şekilde dış finansmandan daha fazla yararlanma olanağı buldukları sonucuna ulaşılmıştır.

2003 yılında TÜSİAD ve Sabancı Üniversitesi'nin ortak çabasıyla kurulan ve günümüzde disiplinler arası bir akademik girişim olarak Sabancı Üniversitesi ev sahipliğinde çalışmalarını sürdüren Kurumsal Yönetim Forumu-Türkiye (CGFT) ve Standard & Poor's (S&P), kurumsal yönetimin önemli birer göstergesi durumundaki şeffaflık ve kamuya açıklama konuları üzerine yoğunlaşan ve ardışık üç yıl (2005, 2006 2007) boyunca yayınlanan "Şeffaflık ve Kamuya Açıklama" projesine imza atmışlardır.

Bu araştırma projesi kapsamında Ararat, Balic ve Bradley tarafından hazırlanan "Kurumsal Yönetim: Türk Şeffaflık ve Kamuya Açıklama Araştırması"¹¹⁴ adlı 2005 tarihli çalışmada, Ekim 2003 tarihi itibarıyla S&P/IFC* Yatırım Yapılabilir Gelişmekte Olan Piyasalar Küresel Endeksi'nde

¹¹⁴ Melsa Ararat, Amra Balic, Nicolas Bradley, "Corporate Governance: Turkish Transparency and Disclosure Survey", 2005, (Erişim) <http://www.sabanciuniv.edu/ybf/cgft/tr/Arastirma/ArastirmaProjeleri/documents/Officialreport2005.pdf> , 14.04.2008, s. 1-15.

* **S&P/IFC** Yükselen Pazarlar indeksinde yer alan ülkeler Dünya Bankası kriterlerine göre kişi başına milli gelir itibarıyla gelişmiş ülkeler eşik değerinin altında olup bu ülkelerin tamamında alıp satılan toplam hisse senedi pazar değerinin %25 ini oluşturan ülkelerdir. Bu ülkelerden seçilen şirketler ise en az USD 50 Milyon değerinde hisse senedi pazarda el değiştirebilir olan, her yıl en az USD 20 milyon

yer alan 44 Türk şirketi ve bunların dışında piyasa değeri ve hisse senetlerinin alınıp satılma oranı en yüksek 60 şirket arasında yer alan 8 Türk şirketinin dahil oldukları toplam 52 şirketin şeffaflık ve kamuya açıklama nitelikleri değerlendirilmiştir.

Şeffaflık ve açıklamaya yönelik analizleri gerçekleştirmek üzere, şirketlerin en yeni tarihli yıllık raporları ve Web sitelerinden elde edilen verilerden yararlanılmıştır. Bu veriler kullanılarak, şirketlerin açıklamaları içerisinde 106 adet özniteliğin var olup olmadıkları saptanmış ve bu doğrultuda sonuçlara ulaşılmıştır. Bu 106 öznitelik, dünya genelinde önde gelen şirketlerin yıllık raporları ve muhasebe kayıtları, yasal defterleri ve Web siteleri incelendikten ve en çok rastlanılan ortak özellikler belirlendikten sonra seçilmişlerdir (özniteliklerin tam listesi Ek - 3'de sunulmuştur). Öznitelikler üç alt kategoride sınıflandırılmışlardır:

- Sahiplik Yapısı ve Yatırımcı İlişkileri
- Finansal Şeffaflık ve Bilgi Açıklama
- Yönetim Kurulu ve Yönetim Yapısı ve Süreci

Her özniteliğin var olup olmadığı “evet” (var) ya da “hayır” (yok) şeklinde puanlanmıştır. Bu ikili yanıtlar objektifliği sağlarlar.

Yukarıda bahsedilen 3 ana başlık altında ele alınan araştırmada, 10 puan üzerinden Türk şirketlerinin ortalama şeffaflık notu 5 çıkarken, bu başlıklara göre elde edilen sıralama şu şekildedir:

- Sahiplik Yapısı ve Yatırımcı İlişkileri 4/10
- Finansal Şeffaflık ve Bilgi Açıklama 7/10
- Yönetim Kurulu ve Yönetim Yapısı ve Süreci 3/10

Bu başlıklar altında finansal şeffaflık konusunda elde edilen yüksek notun, bu konudaki yasal düzenlemelerden kaynaklandığı, üstelik açıklanan finansal bilgilerde de çok az çeşitlilik olduğu gözlenmiştir. Gönüllü olarak kamuya açıklama yapma eğilimi son derece sınırlıdır. Ayrıca, grup şirketlerinin tutarlı bir kamuya açıklama yapma ve şeffaflık politikası olmadığı, grup şirketlerinde şeffaflığın artırılması ve konsolide malî tablo ve raporlar konusuna gerekli özenin gösterilmesi gerektiği vurgulanmaktadır.

Benzer araştırmaların yapıldığı diğer ülkelerdeki bulgulara paralel olarak, Türk şirketleri için de, şeffaflık ve kamuyu aydınlatma davranışlarının, finansal performans ile doğrusal bir ilişki içerisinde olduğu kanıtlanmıştır.

Araştırma sonucunda dikkati çeken nokta, Türk şirketlerinin derecelendirme sonunda “sahiplik yapısı ve yatırımcı ilişkileri”, “finansal şeffaflık ve bilgi açıklama” ile “yönetim kurulu ve yönetim yapısı ve süreci” değerlendirme başlıkları içerisinde, en yüksek derecelendirmeyi “finansal şeffaflık ve bilgi açıklama” konusunda almış olmalarıdır. En düşük derecelendirme ise “yönetim kurulu ve yönetim yapısı ve süreci” konusundadır. Bu konuda, Aksu ve Köseadağ tarafından hazırlanan “İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Şirketlerinin Şeffaflık ve Kamuyu Bilgilendirme Bakımından Derecelendirilmesi”¹¹⁵ adlı 2005 tarihli çalışma ile paralellik gösteren sonuçlara ulaşılması, finansal raporlama konusundaki yasal düzenlemelere, araştırma dönemine ve araştırma yöntemlerinin benzerliğine bağlanılabilir.

Sabancı Üniversitesi Kurumsal Yönetim Forumu ve Standard and Poor's (S&P) analistlerinin, Türkiye'deki halka açık şirketleri şeffaflık ve kamuya açıklama uygulamalarına göre değerlendirdikleri bu araştırma dizisinin ikinci raporu “Türk Şeffaflık ve Kamuya Açıklama Araştırması 2006:

¹¹⁵ Mine Aksu, Arman Köseadağ, “İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Şirketlerinin Şeffaflık ve Kamuyu Bilgilendirme Bakımından Derecelendirilmesi”, 2006, **Corporate Governance: An International Review**, Cilt XIV, Sayı 4, s. 277-296.

Türkiye'nin En Büyük Şirketlerindeki Önemli Gelişmeler"¹¹⁶ adıyla Ararat, Balic ve Kochetygova tarafından 2006'da yayınlanmıştır.

Araştırma için örneklem oluşturulması yöntemi ve araştırma metodolojisi önceki yılınki ile aynı olup, çalışma sonucunda elde edilen bulgular şu şekilde özetlenebilir:

- Türkiye'de kamuya açıklama ile ilgili zorlayıcı düzenlemelerin finansal şeffaflığa odaklanması, Türk şirketlerinin kurumsal yönetim konusunda en fazla finansal bilgileri açıklama konusunda ilerleme kaydetmelerini sağlamıştır.
- Önemli bulgulardan birisi de, holdingleşmiş iş gruplarının yeteri kadar saydam olmamaları ve grup şirketleri arasında şeffaflık konusunda uyumsuzluk olduğunun gözlenmesidir.
- Raporda, devlet hisselerinin özelleştirilmesi plânlanan şirketlerin açıklama düzeylerinde önemli bir iyileşme görüldüğü belirtilmiştir.
- Bankacılık sektörünün önceki rapor dönemine kıyasla en fazla ilerleme gösteren sektör olması da, finans sektöründeki yeni düzenlemelere ve yabancı bankaların Türkiye'de satın alma yolu ile konumlanmalarına bağlanmıştır.
- Ayrıca, gelişmekte olan ülkelerde pazarın rekabet aracılığı ile zorlayıcılığının sınırlı olduğu, düzenlemelerle ilgili yasa koyucuların bu anlamda daha etkin olmaları gerektiği savunulmuştur.

Londra ve İstanbul'da aynı anda açıklanan ve gerek yerli gerekse uluslararası yatırımcılar tarafından takip edilen araştırmaya göre, Türkiye'nin

¹¹⁶ Melsa Ararat, Amra Balic, Julia Kochetygova, "Turkish Transparency and Disclosure Survey 2006: Significant Developments at Turkey's Largest Companies", 22 Haziran 2006, (Erişim) <http://www.sabanciuniv.edu/ybf/cgft/tr/Arastirma/ArastirmaProjeleri/documents/SP2006finalforpublication.pdf>, 30.11.2007, s. 1-16.

2006 yılı Kurumsal Yönetim Şeffaflık Ve Kamuya Açıklama İlkelerine göre en başarılı 5 şirketi alfabetik sıraya göre Akbank, Anadolu Efes, Koç Holding, Petrokimya Holding ve Turkcell'dir.

Araştırma dizisinin son ayağı ise Mayıs 2007'de Ararat ve Balic tarafından hazırlanan "Kurumsal Yönetim: Türkiye Şeffaflık ve Açıklama Araştırması 2007: İyileştirme Hızı Yavaşladı" adlı çalışmadır.¹¹⁷

Örneklem seçimi ve uygulama biçimi olarak önceki iki çalışmada kullanılan yöntemin takip edildiği bu çalışmanın adında da vurgulandığı üzere, elde edilen bulguların en önemlisi, şirketlerin açıklama düzeylerini iyileştirme yönündeki ilk başlardaki gayretlerinde, 2003'den sonra bir yavaşlama görüldüğüdür. Düzenlemelerle getirilen değişikliklerin açıklama üzerinde genel olarak olumlu bir etkileri olmasına karşın, düzenlemeler gereği ve yasal gerekliliklerin ötesinde, gönüllü olarak açıklama yapma hızı aynı ivme ile gelişmeyi sürdürememiştir.

Açıklamaların en iyi oldukları alan, daha önceki diğer araştırmaların bulgularını destekler nitelikte, yine finansal bilgi verme konusudur. Elbette ki bu durum, 2003'de yürürlüğe sokulan, daha sıkı denetleme standartları ve 2005'de Uluslararası Finansal Rapor Standartları'nın (UFRS) zorunlu rapor verme standardı olarak devreye girmesi ile doğrudan ilişkilidir.

Çalışma, aynı konuda yapılan önceki çalışmalarla karşılaştırmaları da kapsamaktadır. 2007 çalışması Türk şirketlerinin açıklama düzeylerinin, 2006'daki düzeylerinden ancak pek az bir iyileşme gösterdiklerini ve örneklem içerisindeki şirketlerin iyileştirme momentlerini sürdürebilmeyi çok çetin bulduklarını ortaya koymuştur. Üç bileşenin ortalaması olarak genel ortalama ele alınarak yapılan bir karşılaştırmada, örneklemdeki şirketlerin genel başarıları 2005 yılı için %41, 2006 yılı için %57 ve 2007 için %61

¹¹⁷ Melsa Ararat, Amra Balic, "Corporate Governance: Turkish Transparency And Disclosure Survey 2007: Pace Of Improvement Has Slowed" 3 Mayıs 2007, (Erişim) http://www.sabanciuniv.edu/ybf/cgft/tr/Arastirma/ArastirmaProjeleri/documents/Turkish_TD_2007.pdf, 17.05.2008, s. 1-14.

olarak hesaplanmıştır. Her ne kadar artış eğilimi sürüyor olsa da, artış hızındaki azalma dikkat çekicidir. 2007 araştırması, adları aşağıda alfabetik olarak sıralanmış beş Türk şirketini şeffaflık ve açıklama yönleri ile en üst dereceleri paylaşan şirketler olarak öne çıkarmıştır:

- Akbank T.A.Ş.
- Anadolu Efes Biracılık ve Malt Sanayii A.Ş.
- Enka İnşaat ve Sanayi A.Ş.
- Koç Holding A.Ş.
- Turkcell İletişim Hizmetleri A.Ş.

2005 ve 2006 çalışmalarında da en önde gelen dört şirket, 2007 çalışmasında da ilk beş şirket arasında kalmayı sürdürmüşlerdir. 2005 yılındaki ilk beş şirket alfabetik sıra ile şöyle idi:

- Akbank T.A.Ş.
- Anadolu Efes Biracılık ve Malt Sanayii A.Ş.
- Doğan Yayın Holding A.Ş.
- Koç Holding A.Ş.
- Turkcell İletişim Hizmetleri A.Ş.

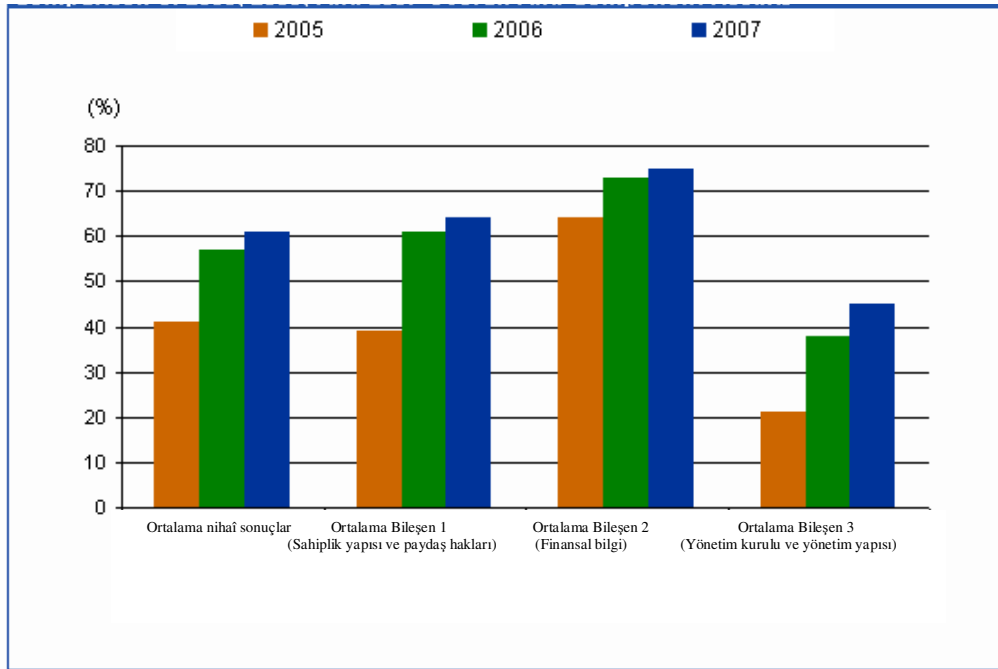
2006 yılındaki ilk beş şirket ise alfabetik sıra ile şöyle idi:

- Akbank T.A.Ş.
- Anadolu Efes Biracılık ve Malt Sanayii A.Ş.
- Koç Holding A.Ş.
- Petrokimya Holding A.Ş.
- Turkcell İletişim Hizmetleri A.Ş.

Araştırmanın kilit bulguları şunlardır:

- Açıklama'nın iyileşme yönünde gelişmeyi sürdürmesine karşılık, genel ilerleme hızı yavaşlamıştır ve yıldan yıla iyileşme 2005-2006 arasında %16 iken, 2006-2007 arasında %3'de kalmıştır.
- Finansal bilgi bakımından açıklama en üst derecede olmayı sürdürmüştür. 2006'daki %73 ve 2005'deki %64 ile kıyaslandığında, finansal açıklama ortalama puanı % 75 olmuştur. Finansal açıklama düzeyleri, 2006 yılında zorunlu standart haline gelen, UFRS'nin kabulü ile belli bir nokta çevresinde kümelenir görünümündedir.
- Açıklama düzeylerindeki tek önemli iyileşme, şirket başına ortalama puanın, 2005 yılındaki %21'den ve 2006 yılındaki %38'den, 2007 yılında %44'e çıkmış olduğu "3. Bileşen: Yönetim Kurulu ve Yönetim Yapısı" bölümünde görülmüştür. Yönetim kurulu bilgilerinin açıklanması, son iki yıl boyunca iyileştirme göstermesine karşın, üç şeffaflık ve açıklama kategorisi içerisinde en zayıf olarak kalmayı sürdürmektedir.
- 1. Bileşen: Sahiplik yapısı ve paydaş haklarına ilişkin açıklama düzeylerinde pek az bir artış vardır: 2006 yılındaki %61'lik şirket başına ortalama puana karşılık, 2007 yılında bu oran ancak %62 düzeyindedir.
- Açıklama düzeylerindeki genel iyileşmelerin, önceki yılların araştırma çalışmalarında en düşük puanları almış olan şirketler arasında en büyük miktarlarda görülme eğilimi sürmektedir.
- Holding şirketler ve bağlı ortaklıkların farklı açıklama düzeylerine sahip olmaları olgusu sürmektedir. Bu nedenle grupların şeffaflıklarına ilişkin endişeler varlıklarını korumaktadırlar.
- İlk sıralardaki iyi uygulayıcılar ile onları izleyenler arasındaki fark etkili bir biçimde azalmıştır.

Bu araştırma dizisi, yalnızca kamuya açıklanmış olan bilgileri kullanmaktadır ve bu nedenle, şirketlerin bu araştırmalardaki derecelendirilmeleri gerek SPK tarafından yetkilendirilmiş şirketlerce yapılan derecelendirmeler ile gerekse “Standard&Poor’s”ın “Kurumsal Yönetim Puanları (Corporate Governance Scores - CGS)” ile kıyaslanmamalıdır. Genelde, şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarına yönelik derecelendirilmeleri yalnızca kamuya açıklanan bilgilere dayalı sınırlı bir derecelendirme değildir, hem kamuya açıklanan ve hem de açıklanmayan verilere dayalı olacak biçimde derinlemesine, karşılıklı etkileşimli bir analitik işlem ile saptanırlar. Bu yönü ile araştırma dizisi, örneklemdaki şirketlerin şeffaflık konusu kapsamındaki ilerlemelerini kamuya açıklanan bilgilere dayalı olarak ortaya koyan bir değerlendirme görünümündedir.



Şekil 4 - Türkiye’de Şeffaflık ve Açıklama Araştırması: 2005, 2006 ve 2007 Yılları Genel ve Bileşen Sonuçları Kıyaslaması

”İyi Şirket” Danışmanlık A.Ş. tarafından 2006’da yapılan “İMKB100 Şirketleri Kurumsal Yönetim Araştırması” adlı araştırma ise, SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri doğrultusunda, şirketlerin web sitelerinden elde edilen 2005

yılı Faaliyet Raporu, 2005 yılı Kurumsal Yönetim Uyum Raporu ve Şirket Esas Sözleşmesinin son halinden yararlanılarak, İMKB100 şirketlerinin kurumsal yönetim açısından değerlendirildiği bir çalışmadır. Yapılan araştırma 15 ana kriteri kapsamaktadır. Bu kriterler, kurumsal yönetim ilkeleri açısından tüm dünyada olmazsa olmaz, belli başlı hususları içermektedir. Şirket bilgilerine ulaşmak için şirket web sitelerinden yararlanılan araştırmada, web sitesi olmayan ya da web sitesinde kurumsal bilgilerini açıklamayan şirketler, şeffaflık ilkesi doğrultusunda olumsuz olarak değerlendirilmişlerdir.

Önemli bulgulara ulaşılan bu çalışmada elde edilen sonuçlar şu şekilde özetlenebilir:

- Yönetim kurulunda bağımsız üye bulundurulmasıyla ilgili olarak, 100 şirketten 25'inde bağımsız üye olduğu belirlenmiştir. SPK ilkeleri doğrultusunda bağımsız üye sayısı, toplam kurul üye sayısının en az 1/3'ü kadar olan şirket sayısı ise 7'dir.
- Şirketlerden 32'sinde Kurumsal Yönetim Komitesi kurulmuştur.
- Şirketlerden 63'ü Pay Sahipleri İle İlişkiler birimini kurmuştur. Bu birimi kuran şirketlerin 47'si söz konusu birimi şirket içinde yer alan bir birime bağlı olacak şekilde oluşturmuştur. 16 şirket ise, birimi ilkelerde yer aldığı biçimde, Kurumsal Yönetim Komitesi'ne ve Yönetim Kuruluna bağlı olacak şekilde oluşturmuştur.
- Şirketlerden 31'i yazılı bir Bilgilendirme Politikası oluşturmuştur.
- 16'sında oy hakkı imtiyazı bulunmaktadır.
- 16'sında kâr payında imtiyaz bulunmaktadır.
- 43'ünde aday göstermede imtiyaz bulunmaktadır.
- Hiç bir imtiyazın bulunmadığı şirket sayısı 40'dır.
- 86'sı şirket web sitesinde Esas Sözleşmesini yayınlamaktadır.

- 87'si web sitesinde faaliyet raporlarını bulundurmaktadır.
- 69'u web sitesinde Genel Kurul bilgilerini bulundurmaktadır.
- Web sitesi yeterlilik oranı, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık kriterlerine göre değerlendirilmiştir. Bu doğrultuda, şirketlerden 34'ü yeterli bilgi veren, 36'sı ortalama düzeyde bilgi veren, 30'u ise web sitesinde yeterli bilgi vermeyen şirketler olarak gruplandırılmışlardır. Bu ölçüm, şirketlerin faaliyet raporlarını, esas sözleşmelerini, genel kurul bilgilerini web sitelerinde bulundurup bulundurmamaları ve verilen bilgilerin içeriklerinin yeterlilikleri doğrultusunda yapılmıştır.
- 41'i faaliyet raporunda Yönetim Kurulu üyelerinin ve yöneticilerin özgeçmişlerine yer vermektedir. 32'si ise faaliyet raporunda Yönetim Kurulu üyeleri ve yöneticilerin şirket sermayesindeki pay oran ve tutarlarına yer vermektedir.
- Şirketlerden 68'i etik kurallarını oluşturmuştur. Ancak etik kurallarını oluşturarak aynı zamanda kamuya açıklayan şirket sayısı 40'tır.
- 38'i şirket esas sözleşmesinde Yönetim Kurulu'nun görev ve sorumluluklarına ilişkin ayrıntılı bilgi vermektedir.
- 81'i şirket esas sözleşmesinde azınlık hakkına ilişkin oranı %5 olarak düzenlemiştir.
- 38'i Yönetim Kurulu'na bağlı olarak bir sekreteryaya kurmuştur.
- 86'sının Denetim Komitesi vardır. Ancak Denetim Komitesi Başkanı'nı bağımsız üyelerden seçen şirket sayısı 16'dır.
- 93 şirketin sosyal sorumluluk ve çevre politikalarına ilişkin açıklaması bulunmaktadır.
- 15 şirketin araştırmanın yapıldığı tarihte (1-25 Ağustos 2006) 2005 yılı Faaliyet Raporu web sitesinde yer almamaktadır.

- 3 şirketin web sitesi bulunmamaktadır.
- 2 şirketin web sitesinde kurumsal bilgilere yer verilmemiştir.

İncelenen bu ölçütlerin ağırlıklı ortalamaları alınarak şirketler için yapılan derecelendirme sonucunda, en yüksek puan 86 çıkmıştır. Bu puandan başlayan sıralama doğrultusunda, İMKB100 şirketleri kurumsal yönetim düzeyleri dağılımı şöyle şekillenmiştir:¹¹⁸

Puan Aralığı 86-80;	Çok iyi uygulayanlar:	4 şirket
Puan Aralığı 79-70;	İyi düzeydekiler:	5 şirket
Puan Aralığı 69-60;	Orta düzeydekiler:	5 şirket
Puan Aralığı 59-50;	Çaba gösterenler:	14 şirket
Puan Aralığı 49-0;	Düşük düzeydekiler:	72 şirket

“Kurumsal Yönetim Açısından Sahiplik ve Kontrol Yapısı ile Üst Düzey Yönetici Durumunun İMKB’de Faaliyet Gösteren Bankalarda İncelenmesi”¹¹⁹ adlı 2006 tarihli çalışmalarında, Tanrıöven, Küçükkaplan ve Başçı, İMKB’ye kote ticarî bankalarda sahiplik yapısının ve kontrolünün, banka performans ölçümünde kullanılan oranlar ile ilişkilerini varyans analizi ile incelemişlerdir. Bu doğrultuda aile, holding ve dağınık sermayeli bankaların değişkenlerinde farklılık olup olmadığı analiz edilmiştir. Ayrıca genel müdürün sermaye sahibi ve yönetim kurulu üyesi olup olmamasının bankaların rasyolarında farklılığa neden olup olmadığı, bağımsız örneklem *t* testi ile incelenmiştir.

Çalışmada Türk Bankacılık sektöründe yer alıp, İMKB’de işlem gören Ticarî Bankaların 1997-2001 yılları arasında yayınlanan üçer aylık bilânço verilerinden yararlanılmıştır.

¹¹⁸ İyi Şirket Danışmanlık A.Ş., **İMKB 100 Şirketleri Kurumsal Yönetim Araştırması**, Ağustos 2006, (Erişim) www.iyisirket.com/Rapor, 17.09.2007, s. 5.

¹¹⁹ Cihan Tanrıöven, İlhan Küçükkaplan, E. Savaş Başçı “Kurumsal Yönetim Açısından Sahiplik ve Kontrol Yapısı ile Üst Düzey Yönetici Durumunun İMKB’de Faaliyet Gösteren Bankalarda İncelenmesi” **İktisat İşletme ve Finans**, Nisan 2006, s. 87-104.

Çalışmada kullanılan rasyolardan düzeltilmiş ROA (Return On Assets - Varlıkların Kazanma Gücü) ve ROE (Return On Equity - Özsermayenin Kazanma Gücü) bankaların aktif ve özsermaye getirilerinden sektör ortalamalarının farkları alınarak hesaplanmıştır. Tobin'in Q'su rasyosu ise, özsermayenin piyasa değeri ile borcun defter değeri toplamının aktif büyüklüğüne oranı olarak hesaplanmıştır. (Borcun defter değeri yerine, borcun câri değerinin kullanılması gerektiği yazarlar tarafından da belirtilmiş olup, hesaplama zorluğu nedeni ile borcun defter değerinin seçildiği ifade edilmiştir) Banka büyüklüğünün ölçüsü olarak ise, aktif toplamının doğal logaritması kullanılmıştır.

Çalışmada kamu bankaları dışında, bankaların %40'ının aile, %36,3'ünün dağınık ve %23,4'ünün holding sahipliğine bağlı olduğu gözlenmiştir. Kontrol için yapılan gözlemlerde ise, bankaların %50'sinin aileler, %26'sının dağınık, %24'ünün holding kontrolunda oldukları bulgusuna ulaşılmıştır.

Çalışmanın sonuçları şu şekilde özetlenebilir:

Aktif ve özsermaye kârlılığı (ROA ve ROE) açısından hem sahiplik hem de kontrol gruplarında aile bankalarının daha iyi ortalamalara sahip oldukları sonucu elde edilmiştir ki, bu sonuç aynı konuda yapılan Türkiye dışı çalışmaların sonuçları ile örtüşmektedir. Diğer taraftan, dağınık sahiplik grubuna giren bankaların daha düşük riskli aktif bulundurdıkları ya da riskli aktiflerine karşılık daha güçlü özsermayeye sahip oldukları ve daha düşük bilânço dışı risk üstlendikleri görülmüştür. Holding sahipliğindeki bankaların ise, belki de yan kuruluşlarının etkileri nedeni ile, daha fazla bilânço dışı risk (garanti, kefâlet vb.) üstlendikleri ortaya çıkmıştır.

Bankaların riskleri ve kârlılıkları açısından farklılıklar değerlendirildiğinde, aile kontrolundaki bankaların Uzun Vadeli Borç/Toplam Borç açısından

daha yüksek bir ortalamaya sahip oldukları tespit edilmiştir. Aynı biçimde düzeltilmiş ROE ve Aktif büyüklüğü için de benzer sonuçlara ulaşılmıştır.

Kurumsal yönetimde, sahiplik ve kontrolün ayrıştırılması genel kabul gören bir ilke olup, yapılan çalışmada da, dağınık kontrol yapısına sahip bankaların ve genel müdürün sermaye sahibi olmaması durumunun, kârlılık, değer ve risk açısından olumlu çıkması bu ilkeyi destekler niteliktedir. Ancak, Türkiye'deki bankaların yapısı, etkin denetim mekanizmalarının bulunması gibi nedenlerin de etkisi ile, genel müdür her ne kadar yönetim kurulu üyesi ve sermaye sahibi olmasa bile, karar aşamasında büyük oranda banka sahiplerinin etkisi altında kalmaktadır.

2005 tarihli "Türkiye Kurumsal Yönetim Haritası Araştırması"¹²⁰ Boston Consulting Group (BCG) ve Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği ortaklığıyla hazırlanmış olup, Türkiye'de Kurumsal Yönetim konusunda geline noktaı ortaya koymasından önemli bir çalışmadır.

Çalışma, uyumluluk ve performans adı verilen ve her birinin içinde katılımcılara yöneltilen iki ayrı anketin olduğu ve bu anket sonuçlarına göre, aynı başlıklar altında ayrıntılı irdeleme ve yorumların bulunduğu iki bölüme dayanmaktadır.

Anket formları 1000 işletmeye gönderilmiş ve 123 işletmeden geri dönüş sağlanmıştır. %12,3'lük bu katılım oranına rağmen, katılımcıların sektörel farklılıkları, çalışan sayısı ve finansal kriterleri itibarı ile geniş bir dağılım göstermeleri nedeni ile, sonuçların Türkiye için geneli ifade edebilir olduğu savunulmuştur.

Araştırmanın uyumluluk bölümünde şirketlerin farklı tercih ve davranış biçimlerinin belirlenmesi amacı ile dörtlü bir sınıflandırma uygulanmıştır.

¹²⁰ Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği ve Boston Consulting Group, "Türkiye Kurumsal Yönetim Haritası", 02.06.2005 (Erişim) <http://www.tkyd.org/files/downloads/arastirma-raporu.pdf>, 03.01.2008 s. 1-37.

Sermaye Piyasası Kanunu'na tâbi olan ve açıklama yükümlülükleri bulunan şirketler için kurumsal yönetim ile ilgili ayrı bir değerlendirme yapmak gerektiği düşüncesi ile, İMKB'de işlem gören şirketler diğer özelliklerine bakılmaksızın, "Halka Açık Şirket" olarak sınıflandırılmıştır. Bunun dışında yabancı sermaye ya da büyük bir yerel holding hissedarlığındaki şirketlerin daha kurumsal bir yapıya sahip olduğu varsayımına dayalı olarak bu şirketler "Yabancı Şirket/Büyük Holding" olarak sınıflandırılmıştır. Araştırmaya katılan diğer özel sektör şirketleri ise "Yerel Şirket" olarak tanımlanmıştır. Son olarak herhangi bir vakıf ya da kamu mülkiyetindeki şirketler "Vakıf/Kamu İşletmesi" olarak sınıflandırılmıştır. Uyumluluk başlığı altında yöneltilen sorular ise, ülke kurumsal yönetim çerçevesi, hissedar hakları ve hissedarlarla ilişkiler, paydaşlar, kamuoyunu bilgilendirme/şeffaflık ve yönetim kurulu yapısı ve sorumlulukları olmak üzere 5 ana bölümde ele alınmıştır.

Performans bölümünde ise, yönetim kurulu üyelerinin kurumsal yönetim ile ilgili genel değerlendirmeleri incelendiğinden, sınıflandırma gerçekleşmemiştir.

Anketin uyumluluk bölümü analizi, anket formunun ilgili bölümünü yanıtlayan 90 katılımcının yanıtlarına dayalı olarak gerçekleşmiştir. Katılımcıların yanıtları temel hissedar haklarının korunduğunu, ancak azınlık hakları konusunda gelişmeye ihtiyaç olduğunu ortaya koymaktadır.

Ülke kurumsal yönetim çerçevesinin analiz edildiği alt bölümde, katılımcıların %71'i SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'nden haberdardır.

Katılımcıların %93'ünün Kurumsal Yönetim İlkeleri'nin şeffaflık ve kamuoyunu bilgilendirme bölümlerinin yasal zorunluluk haline getirilmesini desteklediği görülmüştür. Oysa ilkelerin geri kalanı için tablo tam tersine çıkmaktadır, zira katılımcıların %90'nı ilkelerin geri kalan bölümünün "uygula, uygulayamıyorsan açıkla" ölçütüne göre işlemlerini savunmaktadırlar.

Katılımcıların %95'i artan piyasa rekabeti ve Avrupa Birliği'ne katılım sürecinin, Türkiye'de kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanmasına olumlu katkı sağlayacağını kabul etmektedirler.

Tüm bu bulgular çerçevesinde katılımcılar, Kurumsal Yönetim İlkeleri'nin genel olarak tanınır olduğunu kabul etmekle birlikte, kavramın Türkiye için yeni olması nedeni ile, henüz tam olarak anlaşılmadıklarını öne sürmüşlerdir.

Katılımcılar, "Hissedar Hakları ve Muamele" adlı alt başlıkta, hissedar haklarının genel olarak bilinmekte ve korunmakta olduğunu ancak, azınlık hissedarlara yönelik bazı olumsuzluklar olduğunu ifade etmişlerdir. Genel Kurul toplantıları ile ilgili düzenlemelerin hissedar haklarının korunması açısından en olumlu bulunan uygulamalar olduğu görülmüştür. Hissedarların önemli konularda (satın alma, birleşme, devir vb.) bilgilendirilmelerine yönelik düzenlemeler ikinci, yönetim kurulu üyelerinin belirlenmeleri ve denetlenmeleri ile ilgili uygulamalar ise, önem sıralamasında üçüncü olmuşturlardır.

"Paydaşlarla İlişkiler" alt başlığında görülmüştür ki, katılımcıların %97'si, şirketin uzun vadeli başarısının, paydaşların tatmin edilmeleri ile mümkün olacağı görüşünü desteklemişlerdir.

Öte yandan, şirketlerin %65'inde paydaşlarla ilgili yazılı resmî şirket politikası ve %60'ında resmî etik kodu bulunduğu belirtilmiştir. Bununla birlikte, şirketlerin %79'unda paydaşlar ile ilgili uygulamaların yıllık faaliyet raporlarında açıklandığı gözlemlenmiştir.

"Kamuoyunu Bilgilendirme ve Şeffaflık" alt başlığında ise, katılımcılar, kamuoyunu bilgilendirme ve şeffaflık uygulamalarının gelişmesini gerek yerli gerekse yabancı yatırımcılar için olumlu olarak değerlendirmişlerdir. %91'lik bir katılım oranı ile, Türkiye'de şeffaflık açısından temel bazı sorunlar olduğu

ve bu sorunlar giderilmeden Türkiye’de kurumsal yönetim uygulamalarının geliştirilemeyeceği savunulmuştur.

“Yönetim Kurulu Yapısı ve Sorumlulukları” alt başlığı kapsamında yöneltilen sorulara alınan cevaplar ise, şu sonuçları ortaya çıkarmaktadır: Katılımcıların %80’i, yönetim kurulu üyesi seçim sürecinin net bir biçimde belirlendiğini; %66’sı ise, yönetim kurulu kararlarının, kuruldaki tek bir kişinin kararlarından bağımsız olduğunu öne sürmektedirler.

Uyumluluk ana başlığının ardından “Performans” ana başlığı kapsamındaki soruların cevapları analiz edilmiştir. Performans bölümünün analizi, araştırmaya katılan 33 yönetim kurulu başkanı/üyesinin yanıtlarına dayalı olarak gerçekleştirilmiştir. Bu kapsamda elde edilen en çarpıcı sonuç ise, yönetim kurulunun strateji belirleyici konumunda olmakla birlikte, aktif olarak uygulayıcı rolünü de üstlendiğinin ortaya çıkmasıdır. Bir diğer önemli bulgu ise, bağımsız yönetim kurulu üyeliği kavramının henüz çok yerleşmediği ve bağımsız üyelerin katkılarının kişiye bağlı olduğu görüşünün ağırlık kazanmasıdır.

Performans ana başlığı altında yöneltilen sorulardan “Rol Belirginliği” kapsamındakilere verilen cevaplar göstermiştir ki, katılımcıların %79’u yönetim kurulu rolünün üyeler, şirket yönetimi, hissedarlar ve diğer paydaşlar tarafından açık ve net bir biçimde anlaşılmış olduğunu savunmaktadırlar.

Yönetim kurulu rolünün yazılı olarak belirtilmiş ve üst yönetim ile paylaşılmış olduğunu belirten katılımcılar ise %61 düzeyindedirler.

“Yetkinlikler” alt başlığında alınan cevaplar ise, katılımcıların %93’ünün yönetim kurulu seçim yapıları oluşturulmasının ve uygulanmasının başarı için önemli olduğunu kabul ettiklerini göstermiştir. Öte yandan, şirketlerinde yönetim kurulu üye seçim kriterlerinin yazılı olarak belirlendiğini ifade eden katılımcıların oranı ise %44’dür.

Yönetim Kurulu Prosedürleri konusunda, katılımcılar genel olarak, yönetim kurulu prosedür ve yapılarının tatmin edici bir işleyişe sahip olduğunu ve şirkete değer kattığını kabul etmektedirler. Katılımcıların %71'i, üyelerin toplantılara rahatça yeni gündem maddesi ekleyebildiklerini, %93'ü bütün gündem maddelerinin görüşüldüğünü, %82'si toplantılarda şirketle ilgili stratejik konuların ele alındığını ve %79'u yönetim kurulu ile şirket arasında başarılı bir bilgi akışı olduğunu ifade etmişlerdir.

Araştırmaya katılanlar, yönetim kurulu işlevleri ile ilgili olarak, yönetim kurulu işlevlerinin stratejik kararları desteklemek ve yeni yatırım kararlarını değerlendirmek olduğunu öne sürmüşlerdir. %86'lık bir oranla ise, yönetim kurulu işlevlerinin dinamik oldukları, işin içeriği ve konjonktüre göre değişken oldukları savunulmuştur.

Ankete katılan yönetim kurulu başkanı/üyelerinin yanıtlarına göre, yönetim kurulu işlevlerinin öncelik sıraları:

- stratejik kararları desteklemek,
- yeni yatırımları değerlendirmek,
- şirketin itibarını artırmak,
- finansal performansı denetlemek,
- üst yönetimin yürütme gücünü değerlendirmek olarak belirlenmişlerdir.

“Bağımsız Üyeler” başlığı altındaki analiz sonuçlarına göre ise, katılımcıların %90'ı, bağımsız üyelerin yönetim kurulu toplantılarında önemli konulara odaklandıklarını belirtmektedirler. Bağımsız üyelerin, önemli konuları yönetim kurulu gündemine taşıma, yönetimin atanması konularında değerlendirme, yönetime net bir yön çizme konularındaki performanslarını başarılı bulanların oranı ise sırasıyla %57, %67 ve %50 olarak gerçekleşmiştir.

“Yapıcı Davranış” alt başlığındaki sorulara alınan cevaplar doğrultusunda yapılan analizin sonuçları ise şöyledir: Katılımcılar %96’lık bir oran ile, yönetim kurulu ve üst yönetim arasında yapıcı bir ilişkinin olduğunu savunmuşlardır; yine aynı oranla, bu yapıcı ilişkinin şirket performansının artırılması için son derece önemli olduğunu düşünmektedirler. Öte yandan, şirketlerin ancak %46’sında yönetim kurulu ve üst yönetim arasındaki ilişkileri düzenleyen protokolların olduğu görülmüştür. Yönetim kurulu toplantıları ile ilgili yazılı protokolları olduğunu ifade eden şirketlerin oranı ise %60’dır.

Doğrudan, katılımcıların verdikleri cevaplara dayalı olarak şekillenen bu analizler, Türkiye’de kurumsal yönetimi şirketlerinin iyi yönetilmesi için kullanan/kullanacak kişilerin kurumsal yönetimi hangi çerçeveden gördüklerini göstermesi bakımından dikkate değer bulunmuştur.

Kurumsal yönetim konularının Türk şirket değerleri üzerindeki etkilerini araştıran Churaev’in 2003 tarihli çalışması ise, İMKB-30 Endeksi kapsamındaki şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarının performans etkisini incelemiştir.¹²¹ Çalışma kapsamındaki Sermaye Piyasası Kurulu, Kurumsal Yönetim İlkeleri’ni esas alan anket İMKB-30 Endeksindeki şirketlere uygulanmıştır.

Kurumsal yönetim derecelendirmesi, hisse senedi performansı, şirketin malî yapısı, getiri performansı ile ilişkilendirilerek ölçümler yapılmıştır. Finansal yapı için borç-özsermaye oranı, kârlılık performansı için ise net kâr marjı ve özsermaye kârlılığı kriter olarak seçilmiştir. Sektörel farkların analiz üzerindeki etkilerini kaldırmak amacı ile bankalar analize dahil edilmemişlerdir.

Şirketlerin piyasa performansları, piyasa değerleri ile ilişkilendirilerek araştırma kapsamına alınmıştır. Araştırmada 2000-2002 dönemindeki aylık

¹²¹ Kamil Churaev, “The Impacts of Corporate Governance Issues on Values of Turkish Companies”, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, 2003, İstanbul.

ortalama düzeltilmiş getirileri içeren veriler kullanılmıştır. Farklı değişkenler arasındaki ilişki korelasyon analizi ile incelenmiştir.

Çalışma bulguları, kurumsal yönetim kalitesi artarken, birikimli düzeltilmiş getirinin standart sapmasının düştüğünü ve ortalamasının arttığını göstermektedir. Oluşturulan kurumsal yönetim endeksindeki 10 puanlık artış, birikimli düzeltilmiş getiride 2,5 puan artışa neden olmaktadır. Ayrıca çalışmaya göre kurumsal yönetim kalitesi yükselirken, borsada işlem gören şirketlerin halka açıklık oranı da yükselmektedir. Bu durum da, borsada işlem gören halka açıklık oranı yüksek şirketlerin küçük yatırımcıyı çekebilmek için kurumsal yönetime ağırlık vermesinin hem nedeni, hem de sonucu olarak yorumlanabilir. Churaev'in araştırması, ikinci büyük hissedar varlığının kurumsal yönetimi geliştirdiği savını da desteklemektedir. Çalışma, borç-özsermaye oranının ve net kâr marjının analiz için söz konusu şirketlerden oluşturulan 5 grup arasında anlamlı ölçüde farklılaşmanın olmadığını göstermiştir. Riski temsil eden standart sapma ise, kurumsal yönetim uygulamaları geliştikçe azalmaktadır.

Tek yönlü ANOVA (tek yönlü varyans analizi (one-way ANOVA)) analizine göre, gruplar arasındaki farklılıklar, düzeltilmiş getiri, halka açık şirketlerin hisse senetlerinin işlem görme yüzdesi ve özsermaye kârlılığı bakımından 0,10 olasılık düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı bulunmuştur. Gruplar arasındaki birikimli düzeltilmiş getiri farklılıklarını, farklı kurumsal yönetim düzeyleri ile ilişkilendiren ki-kare analizi de kurumsal yönetim derecelendirmesi ile birikimli düzeltilmiş getiriler arasında orta düzeyde, ancak istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkinin varlığını saptamıştır.

Halka açık şirketlerin borsada işlem gören hisse senetlerinin oranı ile şirketlerin kurumsal yönetim düzeyi arasındaki güçlü pozitif ilişkinin varlığını, daha üstün kurumsal yönetim uygulamaları olan şirketlerin hisse senetlerinin görece daha yaygın sahiplik yapısına sahip olmaları ile açıklamaktadır.

Gelişmiş kurumsal yönetim düzeyinin kreditorler/alacaklılar tarafından şirketin güvenilirliğinin bir göstergesi olarak görüldüğü yorumunu yapmıştır. Araştırmacı, özsermaye kârlılığı ile kurumsal yönetim endeksi arasında (0,10) anlamlılık düzeyinde - istatistiksel açıdan orta düzeyde anlamlı - bir ilişki bulmuştur.

Regresyon ve korelasyon analizleri, kurumsal yönetim, birikimli düzeltilmiş getiriler ve sermaye kârlılığı arasında pozitif bir ilişkinin varlığını da ortaya koymaktadır.

Türk sermaye piyasalarında kurumsal yönetim konusunda yapılan çalışmalardan biri de, 2004 yılında SPK tarafından yapılan “Kurumsal Yönetim Anketi”dir. SPK, 2003’de yayınladığı “Kurumsal Yönetim İlkeleri”nin ardından, şirketlerin kurumsal yönetim konusunda hangi noktada olduklarını belirlemek amacı ile, İMKB’de işlem gören 303 şirkete söz konusu anketi uygulamış, 249 şirketten gelen cevaplardan, 248 şirketin verdiği cevaplar doğrultusunda yaptığı analiz sonuçlarını aynı yıl yayınlamıştır.

Yapılan analizler doğrultusunda, şirketlerin %97’sinde kamuyu aydınlatmaktan sorumlu ve imza yetkisini haiz iki yönetici bulunduğu, ancak özellikle kamuyu aydınlatma ile görevli personel istihdamının %68 dolayında olduğu tespit edilmiştir. Bunun dışında, şirketlerin bilgilendirme politikalarını yayınlama konusunda 2004 yılında olumlu bir noktada olmadıkları görülmüştür; şirketlerin %77’si yönetim kurulu tarafından hazırlanarak genel kurulda pay sahiplerinin onayına sunulan “bilgilendirme politikası”na sahip değildir. Şirketler geneline, faaliyet raporlarında Kurumsal Yönetim İlkeleri’ne uyumlarına ilişkin verdikleri bilgiler açısından bakıldığında, bu bilgileri yayınlayan şirketlerin oranı %31’de kalmaktadır. Kamuyu aydınlatma araçlarından biri olarak kabul edilen, şirketlerin kendilerine ait Internet sitelerinin bulunması durumunda ise, %84’lük bir orana ulaşmakla birlikte, bu sitelerde kamuyu aydınlatma ve şeffaflık konusunda ciddi eksikliklerin olduğu gözlenmiştir.

Şirketlerin yalnızca %36'sı, dolaylı ortaklıklardan arındırılmış gerçek kişi nihaî ortaklarını kamuya açıklamaktadırlar.

Ayrıca, kilit yöneticiler ile önemli ortakların hisse senetleri ile ilgili olarak yaptıkları işlemlerin kamuya açıklandığı şirketlerin oranı %71'dir. Grup içi ticarî-ticarî olmayan ilişkilerin kamuya açıklanmaları oranı ise, %68'de kalmıştır.

Raporlama konusunda gelinen nokta da olumlu olarak değerlendirilmiştir, zira, şirketlerin faaliyet raporlarında yer alması gereken bilgilerin yarısından fazlasının, bir çok şirketin faaliyet raporlarında yer almadığı görülmüştür.

"Pay Sahipleri İle İlişkiler Birimi"nin şirketlerin %50'si tarafından oluşturulduğu, İMKB-30 Endeksi'ne dahil şirketler için bu oranın %81 olduğu görülmüştür. Şirketlerin genel olarak pay devrini kısıtlayıcı uygulamalara gitmedikleri, şirketlerin ancak %23'ünde konuya yönelik kısıtlamalar olduğu görülmüştür (bu oran İMKB-30 Endeksi'ne dahil şirketler için %27 dolayındadır).

Ayrıca, şirketlerin %75'inin kamuya açıklanmış bir kâr dağıtım politikasına sahip olmadıkları görülmüştür. 2004 yılı verilerine göre hazırlanan bu analizde, kâr dağıtım politikası olan 61 şirketin 16'sının İMKB-30 Endeksi'ne dahil şirketler olduğu, böylece kâr dağıtım politikası olan İMKB-30 Endeksi şirketlerinin oranının %53 olduğu tespit edilmiştir.

Şirketlerin imtiyazlar konusunda incelenmeleri sonucunda, yaygın olarak yönetim kuruluna aday gösterme imtiyazının bulunduğu gözlemlenmiştir (%42'lik oran ile). Bunu, %21'lik oranla oy hakkında imtiyaz ve %18'lik oranla denetim kuruluna aday gösterme imtiyazları izlemektedir.

Şirketlerin, çıkar sahiplerinin haklarının korunmasına ilişkin olarak politika ve prosedür belirleme konusunda olumlu olarak değerlendirildiğini söylemek mümkündür. Özellikle, çalışanlar, müşteriler, pay sahipleri ve alacaklılar konusunda şirketlerin %50'sinin belirlediği politika ve prosedürleri olduğu görülmüştür. Ancak, sosyal sorumluluk konusunda kamuya açıklanmış politikaları olup olmadığı sorusuna verilen cevapların “olumluluk” oranının %23'de kalması, şirketlerin henüz sosyal sorumluluk kavramının bilincinde olmadıkları biçiminde yorumlanmıştır.

Yönetim kurulu değerlendirmesinde ise, şirketlerin yalnızca %50'sinin yönetim kurulu tarafından kamuya açıklanmış misyon/vizyona sahip oldukları görülmüştür. Her ne kadar, bu oran İMKB-30 Endeksi'ne dahil şirketlerde %69'a çıksa da, %31'inin bu ilkeye uyum sağlamamış olması önemli bir eksiklik olarak değerlendirilmiştir. Yönetim kurulu tarafından oluşturulan risk yönetimi ve iç kontrol mekanizmasına tüm şirketlerin %52'si sahipken, bu oran İMKB-30 Endeksi şirketleri için %69'dur. Kurumsal Yönetim İlkeleri kapsamında yöneticilerin şirketle rekabet etmemesine yönelik uygulama için, şirketlerin yarısının yöneticilere bu konuda yasak getirdiği gözlenmiştir. Şirketlerin yalnızca %15'i yönetim kurulu üyelerinde bilgi, beceri, deneyim ve eğitim bakımından bulunması gereken niteliklere esas sözleşmede yer vermiştir.

Tüm şirketlerin %26'sında, İMKB-30 Endeksi'ne dahil olan şirketlerin ise, %42'sinde yönetim kurulunda bağımsız üye bulunduğu tespiti yapılmıştır. Şirketlerin büyük çoğunluğu yönetim kuruluna sağlanılacak malî hakların tespitinde performansla göre ödüllendirme uygulamamaktadır (İMKB-Tüm %96, İMKB-30 %92). Ayrıca, şirketlerin ancak %9'u (İMKB-30 şirketlerinin %23'ü) kurumsal yönetim komitesinin faaliyetlerini gerçekleştirenken izleyeceği bir prosedüre sahiptir.

Sonuç olarak, 2004 yılı verilerine dayalı olarak hazırlanan bu rapor, genel olarak Türkiye'deki şirketlerin Kurumsal Yönetim konusunda önlerinde daha kat etmeleri gereken önemli bir yol olduğunu göstermiştir.¹²²

Koç, Yalın ve Yavuz'un 2004 tarihli çalışması ise, İMKB'de işlem gören tekstil ve gıda şirketleri ele alınarak kurumsal yönetimin şirket performansı üzerindeki etkilerini araştırmaktadır.¹²³ Söz konusu çalışma ile, İMKB'de işlem gören tekstil ve gıda sektörü hisselerinin son bir yılda elde ettiği getirilerinin, bu şirketlerin kurumsal yönetim uygulama dereceleri ve pazar riskleri de dikkate alınarak kurulan regresyon modeli ile, kurumsal yönetimin şirketlerin performansları üzerindeki etkisi analiz edilmiştir.

Gıda sektöründe kurumsal yönetimin şirket performansı üzerindeki açıklayıcılık etkisi %29 iken, tekstil sektöründe kurumsal yönetimin performans üzerindeki açıklayıcılık etkisi %8'de kalmıştır. Bu düşük açıklama oranı ise, kurumsal yönetim uygulama düzeyinin söz konusu şirketlerde çok düşük düzeyde bulunması ile ilişkilendirilmiştir.

Türkiye'nin kurumsal yönetim konusunda ne durumda olduğunu gösteren çalışmalardan bir tanesi de, Türkiye Dışında Yapılan Araştırmalar ve Sonuçları bölümünde değindiğimiz CLSA'nın (Credit Lyonnais Securities Asia) 2001 tarihli çalışmasıdır. Gelişmekte olan 25 ülkeden 495 şirketin örneklemini oluşturduğu bu çalışmaya Türkiye'den 17 şirket katılmış olup, bu şirketlerin 10 tanesi kurumsal yönetim skoru açısından en dipteki 100 şirket arasındadır. Kurumsal yönetim skoru en düşük olan 25 şirket arasında, Türk şirketlerinden kurumsal yönetim skoru 31 olan Doğan Yayın Holding ve skoru 29,4 olan Vestel Elektronik de bulunmaktadır (ancak bu iki şirket de, bu tarihten sonra kurumsal yönetim uygulamalarında çok ciddi bir yol kat

¹²² **SPK Kurumsal Yönetim Uygulama Anketi**, Kasım 2004, (Erişim) <http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pageid=68&fn=68.pdf>, 16.03.2008, s. 1-78.

¹²³ İdil Özlem Koç, Pınar Yalın, Nur Yavuz: "AB'ye Entegrasyon Sürecinde Kurumsal Yönetim ve Öncü İki Sektör Üzerine Uygulama" **Geleneksel Finans Sempozyumu-2004**, Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü ve Bankacılık ve Sigortacılık Yüksek Okulu, 27-28 Mayıs 2004, İstanbul, s. 226.

etmişlerdir. Her iki şirket de 2008 yılı için İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi'ne dahil şirketler olup, Doğan Yayın Holding tezin hazırlandığı tarihte 10 üzerinden 8,59 derecelendirme notu ile endekste en yüksek derecelendirme notuna sahip şirkettir. Vestel Elektronik ise 7,59'luk kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahiptir).

2001 yılı verilerine göre oluşturulan ölçekte, ele alınan konular ve ağırlıklarına göre Türk şirketlerinin sıralaması şu şekildedir:

Tablo 5 - CLSA Ölçeği Skorlarına göre Türk Şirketlerinin Sıralanışı

Şirket ismi	Disiplin %15	Şeffaflık %15	Bağımsızlık %15	Hesap Verebilirlik %15	Sorumluluk %15	Hakkaniyet %15	Sosyal Farkındalık %10	Ağırlıklı Ortalama %100
Koç Holding	77,8	40,0	71,4	62,5	66,7	22,2	83,3	59,4
A. Efes	66,7	70,0	21,4	50,0	83,3	44,4	83,3	58,7
Garanti	44,4	90,0	21,4	50,0	50,0	83,3	50,0	55,9
Arçelik	33,3	70,0	71,4	62,5	50,0	16,7	83,3	53,9
Akenerji	66,7	40,0	64,3	0,0	50,0	72,2	66,7	50,6
Akbank	33,3	80,0	21,4	50,0	33,3	72,2	50,0	48,5
Türkcell	88,9	30,0	28,6	37,5	66,7	27,8	50,0	46,9
Y.Kredi Bankası	33,3	80,0	21,4	50,0	16,7	27,8	50,0	39,4
Aygaz	66,7	50,0	21,4	12,5	33,3	16,7	83,3	38,4
İş Bankası	11,1	40,0	28,6	50,0	16,7	72,2	50,0	37,8
Hürriyet	55,6	20,0	28,6	25,0	16,7	72,2	50,0	37,7
Tüpraş	44,4	60,0	21,4	12,5	33,3	16,7	83,3	36,6
Pektim	55,6	60,0	21,4	12,5	33,3	16,7	66,7	36,6
Poaş	66,7	50,0	0,0	12,5	16,7	22,2	100,0	35,2
Erdemir	55,6	60,0	14,3	12,5	16,7	16,7	83,3	34,7
Doğan Yayın Holding	22,2	20,0	28,6	25,0	16,7	72,2	33,3	31,0
Vestel	33,3	40,0	21,4	12,5	16,7	16,7	83,3	29,4
Toplam	50,3	52,9	29,8	31,6	36,3	40,5	67,6	43,0

Kaynak: CLSA, Corporate Governance in Emerging Markets, 2001, s. 185-186

CLSA raporunda şirketler ve genel uygulamalarla ilgili ayrıntılı bilgiler verilmiştir. Örneğin, Türkiye’de 2000 yılının ortalarında azınlık hissedarları açısından iyileştirme yapıldığı, yeni sermaye piyasası yasası ile azınlık hissedarlarının hakkını elde etme eşiğinin %10’dan %5’e düşürüldüğü ve sermaye piyasası kurulunun güçlerinin arttığı hususu raporda yer bulmuştur.

Ayrıca, raporda CLSA ölçeğinde yer alan 57 soruluk kurumsal yönetim performans kriterlerine Türkiye’den katılan 17 şirketin verdiği cevaplara ve bu cevaplara dayalı olarak yapılan, kurumsal yönetimin Türkiye’deki durumuna yönelik analizlere de yer verilmiştir. Disiplin, Şeffaflık, Bağımsızlık, Hesap Verebilirlik, Sorumluluk, Hakkaniyet ve Sosyal Farkındalık alt boyutlarında Türk şirketlerinin olumlu cevap ortalaması doğrultusunda yapılan yorumlar şöyle sıralanabilir:

- Disiplin boyutu için; faaliyet raporlarında kurumsal yönetimden bahsedilmesi (olumlu cevap oranı %59) hariç, genel olarak ortalama bir tablo ortaya çıkmaktadır.
- Şeffaflık alt boyutu için “varlık, özkaynak üzerinden getiri gibi 3-5 yıllık finansal hedefleme yapılması ve bildirilmesi” %11,8’lik olumlu cevap skoru ile çok düşük bulunmuştur. Ayrıca, Türk şirketleri, faaliyet raporlarının yönetim kurulu onayından hemen sonra açıklanması ve faaliyet raporlarının açık ve bilgilendirici olması yönlerinden, asimetrik bilgiye olanak tanıdıkları ve sonucunda hisse senedi fiyatlarında volatiliteye (oynaklık) neden olmaları nedeni ile eleştirilmektedirler. Bu üç unsur dışında kalan 7 unsur için ise, tablo geneli ortalamanın üstündedir.
- Bağımsızlık alt unsuru yönünden yapılan inceleme sonucunda, bağımsız bir üyenin başkanlık ettiği denetim komitesinin varlığı dış denetçilerin şirketle bağlarının olmaması ve yönetim kurulunda banka ve kreditorlerin temsilcilerinin olmaması konuları hariç, diğer konularda Türk şirketlerinin bağımsızlık karnesi başarısızdır. Kurumsal yönetim ilkelerinde sözü edilen

ve bu alanda özellikle var olup olmadıkları araştırılan, bağımsız üyenin başkanlık ettiği ücretlendirme ve aday gösterme komitelerinin söz konusu hiç bir şirkette bulunmaması düşündürücüdür.

- Hesap verebilirlik alt boyutu için de, tablo iyimser çıkmamıştır. Alt başlıkta sorulan 8 sorudan yalnızca 2'sine (yönetim kurulunun icra rolünden daha çok kontrol rolünün olması ve yönetim kurulu toplantılarının en az üç ayda bir olması) verilen yanıtlar dışında genel tablo olumsuzdur.
- Sorumluluk alt boyutunda da, hissedarlar aleyhine karar veren yöneticiler hakkında işlem yapılması ve yönetim kurulunun etkili ve etkin olacak biçimde küçük olması durumları dışında, 6 sorudan 2'sinin ortalama üstü cevap oranına ulaşması nedeni ile, sonuç başarısızdır.
- Hakkaniyet alt boyutunda sorulan 10 sorudan yalnızca 3'üne ortalama üzerinde olumlu yanıt verilmesi, araştırmada yer alan şirketlerin bu konuda ciddi bir çaba sarf etmeleri gerektiğini göstermiştir.
- Sosyal Farkındalık alt boyutunda ise, sorulan 6 sorudan yalnızca bir tanesi (katı etik davranışını vurgulayan açık bir politika bulunması) dışında alınan cevaplar doğrultusunda, şirketlerin bu konuda başarılı olarak değerlendirilmiş olmaları olumlu birkaç unsurdan birisidir.

Türkiye'deki kurumsal yönetim uygulamalarını değerlendirmeye yönelik bir çalışma da, HC İstanbul Menkûl Değerler Anonim Şirketi (HC İstanbul) tarafından gerçekleştirilmiştir.¹²⁴ 2004 yılında yayınlanan çalışmada Sermaye Piyasası Kurulu, Kurumsal Yönetim İlkeleri ve OECD'nin kurumsal yönetim

¹²⁴ HC İstanbul, **Corporate Governance on Display**, HC İstanbul Menkûl Değerler Anonim Şirketi Özel Raporu, İstanbul, 9 Şubat 2004, (Erişim) http://www.tkyd.org/files/downloads/hci_corporate_governance.pdf, 03.05.2007, s. 1-20.

ilkelerinden esinlenerek, 5 başlık altında toplam 50 sorudan oluşan özgün bir ölçek geliştirilmiştir. Bu başlıklar: yönetim basireti ve disiplini, hissedarların hakları ve hakkaniyetli muamele görmeleri, şeffaflık ve açıklama, yönetim kurulu sorumluluğu ve bağımsızlığı ve sosyal sorumluluk olarak şekillenmiştir. HC İstanbul'un kendi bünyesindeki sektör uzmanlarına toplam 34 Türk şirketinin bu kriterlere göre yaptırdığı değerlemesinde, (alfabetik sıraya göre) Anadolu Efes, Akbank, Erdemir, Doğan Yayın Holding ve Koç Holding'in en iyi kurumsal yönetim uygulamalarına sahip 5 şirket oldukları tespit edilmiştir.

Çalışma kapsamında kuvvetli ve zayıf kurumsal yönetime sahip şirketlerin hisse senedi performansları da incelenmiştir. Araştırmaya göre, kurumsal yönetim konusunda derecelendirmeleri yüksek çıkan şirketlerin, son üç yıllık dönemdeki hisse senedi fiyatları artmışken, zayıf kurumsal yönetim skoruna sahip şirketlerin hisse senedi fiyatları ortalama %12 azalmıştır. Tablo-6 iki gruptaki şirketlerin 1, 2 ve 3 yıllık fiyat performanslarını göstermektedir.

Tablo 6 - HC İstanbul Ölçeğinde Kuvvetli ve Zayıf Kurumsal Yönetime Sahip Şirketlerin Hisse Senedi Fiyat Performansları

	1 yıllık fiyat performansı	2 yıllık fiyat performansı	3 yıllık fiyat performansı
En iyi kurumsal yönetim skoru olan şirketler	%14	%34	%68
En zayıf kurumsal yönetim skoru olan şirketler	%9	-%16	-%12

Araştırmada zayıf ve kuvvetli kurumsal yönetim uygulamalarına sahip şirketler için bazı ortak özellikler belirlenmiştir. Bu özellikleri şu şekilde sıralamak mümkündür:

En iyi kurumsal yönetim derecelendirmesine sahip şirketlerin ortak özellikleri:

- Önem verilen yatırımcı ilişkileri faaliyetleri;
- Kurumsal Etik Kodları;
- Yönetim kurulunun ve üst yönetimin farklı kişilerden oluşmaları;
- Yüksek açıklama standartları.

En düşük kurumsal yönetim skoruna sahip şirketlerin ise şu özellikleri ortaktır:

- Yatırımcı ilişkileri departmanının olmaması;
- Şeffaflığın olmaması;
- Yönetim kurulu üyeleri ile üst yönetimin aynı kişilerden oluşması;
- Zor anlaşılır grup içi işlemler;
- Yüksek borçlanma maliyetleri

Dünyada ve Türkiye’de yapılan tüm bu araştırmalar, kurumsal yönetim konusunun önemini ortaya koymaktadır. Ayrıca incelenen bu araştırmalar, konunun pek çok yönden incelemeye ve geliştirilmeye açık olduğunun birer göstergesi durumundadırlar.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE KURUMSAL YÖNETİM, İMKB KURUMSAL YÖNETİM ENDEKSİ ve BİR UYGULAMA

Corporate Governance ya da Türkçe literatürdeki kabul görmüş adı ile Kurumsal Yönetim kavramı, her ne kadar Jensen ve Mecklings'in* 1976'da yayınlanan makalelerinde ilk kez literatüre sokulduysa da, uygulamacılar ve popüler basın tarafından gündelik hayata taşınmasının yaklaşık on beş yıllık bir geçmişi vardır. Önceleri yalnızca akademik çevrelerde tartışılan bu kavramın bir takım yazılı düzenlemelerle uygulamaya geçirilmesi de, ülkelerde yaşanan finansal krizler ve şirket skandallarından sonra olmuştur.

Elbetteki bu durum tesadüfî değildir; ister şirketler ister ülkeler çerçevesinden bakalım, tüm faktörler, kurumsal yönetim uygulamaları ile, ya bozulmuş düzenin işlemlerini sağlamaya çalışmışlar ya da sinyallerini aldıkları finansal krizleri önlemeye yönelik hareket etmişlerdir.

Kurumsal yönetim konusunun öz olarak tüm ülkelerde kabul görmesinin nedeni de burada yatmaktadır; halka açık anonim şirketlerin iyi yönetilmeleri demek olan kurumsal yönetim, şirketin değerinin hissedarlar açısından nasıl maksimize edileceğini göstermez. Bu şirketi yönetenlerin verecekleri stratejik yatırım kararları ve uygulamalara bağlıdır. Şirketin başarılı olması ve şirketin iyi yönetilmesi aynı şey değildir. Kurumsal yönetim, şirketin suiistimaller, sömürüler ve haksızlıklar yapılarak kötü yönetilmesini engeller, başta mevcut ve potansiyel yatırımcılar için olmak üzere, tüm taraflara bir güven duygusu verir.

Tüm bu özellikleri nedeniyle Türkiye'de de finansal çevrelerde hak ettiği ilgiyi uyandıran kurumsal yönetim konusunun Türkiye'deki gelişim süreci bu bölümde incelenmiştir. Finansal piyasalardan beklenen ilgiyi görmek üzere

* Jensen, ve Meckling, **a.g.m.**, s. 305-360.

stratejik bir karar alınarak “İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi”nin devreye sokulması süreci ve endeksin işleyişi, yine bu bölümde ele alınmıştır. Son olarak ise sermaye piyasalarında kurumsal yönetimin ölçülebilir etkilerini araştırmak üzere, tez çalışması kapsamında tamamlanan uygulama ve sonuçları bölümün sonunda sunulmuştur.

3.1. TÜRKİYE ve KURUMSAL YÖNETİM

Türkiye’de kurumsal yönetim konusunda gecikildiğini öne süren bir takım çalışmalar olsa da, bu tez çalışmasının ortaya çıkarılması sırasında yapılan araştırma ve incelemeler sonrasında görülmüştür ki, Türkiye’de kurumsal yönetim kavramı ve uygulamaları, olmaları gerektiği zamanda ve yapıda şekillenmişlerdir. Zira, halka açık şirket yönetimi konusunda ortaya çıkan skandalların ve aksaklıkların ardından yayınlanan ilk kurumsal yönetim tavsiyesi niteliğindeki 1992 tarihli Cadbury Komitesi Raporunun yayınlandığı sırada Türkiye, İMKB’nin 6 yıllık geçmişi* günlük ortalama 34 milyon \$’lık işlem hacmi ve işlem gören şirketlerin 9,9 milyar \$’lık piyasa kapitalizasyonu ile¹²⁵ yeni yeni bir piyasa oluşturma çabası içerisindeydi.

Türkiye için kurumsal yönetim konusunda harekete geçme ve yasal çerçeve oluşturma süreci dünyadaki uygulamalara paralel olarak gerçekleştirilmiştir. 2. Bölüm’de incelenen çalışmaların genel sonucu da, yasal yaptırımı olan konularda Türk şirketlerinin kurumsal yönetim konusunda kendilerinden bekleneni yaptıklarını göstermektedir. Ancak, her ne kadar kurumsal yönetim konusunda Sermaye Piyasası Kurulu’nun yayınladığı düzenlemeler ve oluşturulan bir yasal çerçeve olsa da, Türk şirketleri için çoğunlukla kurumsal yönetim konusunda pek olumlu olmayan bir durumda oldukları eleştirisi yapılmaktadır. Bu eleştiri tamamen haksız değildir, Türk şirketlerinin gelişmekte olan tüm ülke şirketlerinde ve hattâ gelişmiş bazı

* İMKB’de alım satım başlama tarihi 3 Ocak 1986’dır. Kaynak: http://www.IMKb.gov.tr/genel_gelistmeler/html.

¹²⁵ www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=display8file&pageid=159fn=159.pdf.(Erişim)01.01.2008

lkelerde faaliyet gösteren kimi Şirketlerde de grlen bir takım kurumsal yönetim eksiklikleri vardır. Ancak, bu eksiklik yasal çerçeve ve düzenlemelerin oluşturulması konusunda gecikilmiş olunmasından değil, Şirketlerin süregelen, kronikleŐmiŐ ve çağın gereklerini yakalayamayan yönetim anlayışından kaynaklanmaktadır. Kapsamlı tüm reformların sancılı, maliyetli ve yavaş bir tempo ile gerçekteŐeceğini göz önünde bulundurarak, kurumsal yönetim anlayışının özümsenmesi için Şirketlere makul ölçüde süre tanınmalıdır.

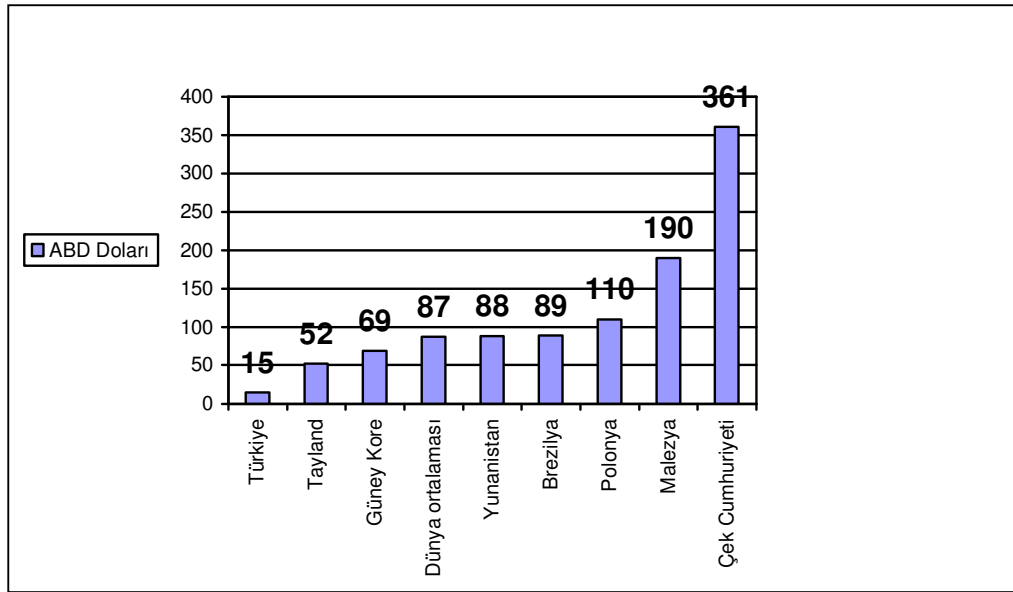
Kurumsal yönetimin Türkiye’de yaygınlaşması, kurumsal yönetimin dünyada yaygınlaşması ile aynı nedenlere bağlıdır. Başta İngiltere, ABD, Güney Kore, Rusya gibi ülkeler olmak üzere, kurumsal yönetim konusunda yasal çerçeve oluşturan ülkelerde, yapılan yasal düzenlemelerin atlatılan bir kriz ardından gerçekteŐtikleri görülmektedir. Bu ülkelerin bazılarında Şirketler bazında yaşanan finansal skandallar, diğer bazılarında ise ülkenin ya da içerisinde bulunan bölgenin makroekonomik istikrarsızlıkları nedeni ile yaşanan krizler, hemen tüm ülkelerde özel sektörün ağır darbe almasına neden olmuştur.

Benzer bir biçimde, Türkiye’de de kurumsal yönetimin yayılımını kolaylaŐtıran temel tetikleyici yapısal değişim, krizlerin ekonomi ve Şirketler zerindeki etkilerinden kaynaklanmaktadır. 1994 ve 1998’de iki tane ekonomik kriz yaşayan Türk ekonomisinin, 2001 krizi ile de bir kez daha sarsılmış olması nedeni ile, başta finans sektörü olmak üzere, tüm Şirketlerin, esnekliği ve krizlere karşı dayanıklılığı artıracak ilkeler temelinde yönetilmeleri gereği ortaya çıkmıştır.

Kurumsal yönetim konusunun, dünya ile eş zamanlı olarak Türkiye’de de gündeme gelmesinin bir diğer nedeni, yine tüm diğer ülkelerin de önemle üzerinde durdukları bir konu olan, doğrudan sermaye yatırımlarının ülke ekonomisine kazandırılmasıdır. Kaynak temini ve üretim açısından çekici bir ülke konumunda olan Türkiye, kendine özgü yapısı ve piyasa koşulları ile

yatırımcılara önemli avantajlar sunmaktadır. Oysa ki, doğrudan yabancı sermaye yatırımları açısından Türkiye, sahip olduğu olumlu piyasa özellikleri oranında başarılı olamamaktadır. Bu açıdan Türkiye, özellikle 1990'ların ikinci yarısından 2003'e kadar, düşük miktarda doğrudan yabancı sermaye çeken, yüksek faiz ödeyen ve “yatırımcı güveni” sorunu ile karşı karşıya olan bir ülke durumundadır.¹²⁶

Ticaret ve Gelişim Konulu Birleşmiş Milletler Konferansı¹²⁷ verilerinden yararlanılarak hazırlanmış Türkiye Kurumsal Yönetim Haritası adlı çalışmaya göre, on yıllık ortalama değer dikkate alındığında Türkiye'ye dünya ortalamasının ancak 1/6'sı oranında kişi başı doğrudan yabancı sermaye yatırımı gerçekleşmiştir.



Şekil 5 - Kişi Başı Doğrudan Yabancı Sermaye Yatırımları 1992 - 2002 Ortalaması

Belirtilen bu gelişmeler sonucunda, yapısal eksikliklerin ortadan kaldırılması için Türkiye'de bir takım kurumsal yönetim düzenlemeleri

¹²⁶ Melsa Ararat ve Mehmet Uğur “Corporate Governance in Turkey: An Overview and some Policy Recommendations” **Corporate Governance**, Cilt I, Sayı 3, s. 58-75.

¹²⁷ United Nations Conference on Trade and Development, **World Investment Report**, 2004, (Erişim) www.untad.org, 02.01.2008, s. 11.

yapılmaya başlamıştır. Kurumsal yönetim alanında Türkiye’de kamuoyunun dikkatini çeken ilk metin, TÜSİAD’ın Aralık 2002’de yayınladığı “Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi” adlı, kurallardan oluşan rapordur. TÜSİAD Kurumsal Yönetim Çalışma Grubu tarafından hazırlanan tavsiye niteliğindeki bu çalışmanın, yönetim kurulunun yapısı, sorumlulukları ve işleyişi ile ilgili konulara değinen, OECD kurumsal yönetim ilkelerinden esinlenerek hazırlanmış, uygulanmaları gönüllülük esasına dayalı 15 ana maddeden oluştuğu görülür.¹²⁸

Ancak, kurumsal yönetim konusunda Türkiye’de atılmış en önemli adım, 4 Temmuz 2003 tarihli Kurul kararı ile devreye giren “SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri”nin yayınlanmasıdır. Kurumsal yönetim konusunda dünyada öncü durumunda olan OECD’nin hazırladığı ilkelerin giriş bölümünde belirttiği “One size does not fit all - Tek beden kıyafet dağıtırsan herkese uymaz” anlayışı ile Türkiye koşullarına göre uyarlanarak yayınlanan ilkeler, izleyen ayrıtta incelenmiştir.

3.1.1. SPK Kurumsal Yönetim İlkelerinin Gözden Geçirilmeleri

SPK’nın yayınlamış olduğu Kurumsal Yönetim İlkeleri incelendiklerinde, temel olarak OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri’nin baz alındıkları göze çarpmaktadır. SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri’nin halka açık anonim şirketlerde “iyi kurumsal yönetim” mantığı ile bir dizi ilkeyi yaygınlaştırmak amacı ile 2003 yılında SPK’ca yayınlandığı ve Şubat 2005’de güncellendiği görülmektedir. Bu metnin hazırlanabilmesi için SPK, İMKB ve Türkiye Kurumsal Yönetim Forumu uzmanları bir araya gelmişler ve bir çok akademisyen, kamu kurumu, özel sektör ve meslek grubu temsilcisinin görüş ve önerileri ile çalışma tamamlanmıştır. SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri,

¹²⁸ TÜSİAD Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi, TÜSİAD, Yayın No: TÜSİAD-T/2002-12-336, İstanbul, Aralık 2002, (Erişim) [http://www.tusiad.org/tusiad cms.nsf/LHome/22F8BB0C9381749BC225733E003ECA3F/\\$FILE/kurumsalyoneti m.pdf](http://www.tusiad.org/tusiad cms.nsf/LHome/22F8BB0C9381749BC225733E003ECA3F/$FILE/kurumsalyoneti m.pdf), 30.11.2007, s.1-32.

model alındığı OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri'nin “uygula, uygulamıyorsan açıkla” ilkesini benimsediğinden, temelde gönüllülük esasına dayanır. Ancak, ilkeler içerisinde yer alan kimi ifadeler var olan bir takım yasal düzenlemeler ile (Türk Ticaret Kanunu, Sermaye Piyasası Kanunu) zaten yükümlülük niteliği taşımaktadırlar; geri kalanlar ise var olan yasal düzenlemelerin ilerisinde ilkelerdir.

Türk Ticaret Kanunu'nda kapsamlı bir değişiklik yapılması son yılların gündemindedir. Bu taslağın yasalaşması ile, TTK, model alındığı Fransız Hukuk Sistemi etkilerinden sıyrılarak, ticarî hayatta dünya genelinde karşılaşılan ihtiyaçlara daha iyi yanıt veren Anglo-Sakson hukuk sisteminin işleyen bir takım özelliklerine sahip olacaktır. Bu düzenleme sonucunda ise, SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri içerisinde yer alan ve ardında net bir yasal dayanak bulunmaması nedeni ile yalnızca tavsiye niteliğinde olan bu maddelerin önemli bir kısmı yasal dayanağa kavuşacak ve dolayısı ile yükümlülük niteliğine bürüneceklerdir.

Metnin incelenmesi sonucu öne çıkan konular şu biçimde sıralanabilir:

- Dokümanda yer alan ilkelerin uygulanılıp uygulanılmadığına ilişkin açıklama yapılması gereklidir. İlkeler uygulanmadı ise, bu nedenle oluşan çıkar çatışmaları ve bu ilkeler doğrultusunda gelecekte şirket yönetiminde herhangi bir değişiklik yapıp yapılmayacağı konusunda bilgi verilmelidir. Bu bilgilerin ise yıllık faaliyet raporunda yer almaları ve ayrıca kamuya açıklanmaları gerekmektedir.
- SPK tarafından yapılacak düzenlemelerle, halka açık şirketlerin ilkelere uyum durumları, derecelendirme yetkisine sahip kuruluşlarca saptanacaktır.
- Dokümanda yer alan ana ilkeler “uygula, uygulamıyorsan açıkla” mantığına dayalıdır. Ancak metin içerisinde tamamen tavsiye

niteliğinde olan ve yanında “T” harfi olan ilkeler için, uygulamama durumunda açıklama yapılması gerekli değildir.

- Var olan yasal düzenlemelerle birlikte incelendiğinde, bazı ilkelerin var olan yürürlükteki durumun daha ötesinde bir yönetim anlayışı ile şekillendikleri görülür. Bu ilkeler, uygulamada karşılaşılabilecek eksikliği gidermek, mevzuatta yapılacak düzenlemelerde yol göstermek için kullanılmaktadır.

SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri şu dört başlık altında biçimlenmişlerdir:

- Pay Sahipleri
- Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık
- Çıkar Sahipleri
- Yönetim Kurulu

Tez çalışmasında, bu başlıklar altında toplanan ilkelerin kısaca incelenip, yorumlanmalarına yer verilmiştir.

Pay sahipleri ile ilgili ilkelerden ilki, pay sahipliği haklarının kullanımının kolaylaştırılmasına yöneliktir. Bu hakların kullanımında yasa, şirket esas sözleşmesi ve diğer şirket içi düzenlemelere uyulması, hakların kullanımının kolaylaştırılması hedeflenmiştir. Pay sahiplerine sağlıklı ve güncel bilgiler sunulması, organizasyon içerisinde “pay sahipleri ile ilişkiler birimi” kurulması istenmektedir. Ayrıca, genel kurulların düzenli bir biçimde yapılması ve kurul toplantısı için gereken bilgilerin pay sahiplerine zamanında sunulması istenmektedir.

Bilgi alma ve inceleme haklarının gerektiği şekilde kullanılması için, bilginin doğru, eksiksiz, zamanında ve özenle sunulması gerektiğinin altı çizilmiştir.

Ayrıca, bu hakların kullanımına kolaylık sağlaması bakımından, elektronik ortamda bilgilere ulaşabilirliğin sağlanması istenmektedir.

Genel kurula katılma hakkı konusunda, kurul toplantısından makul bir süre önce nama yazılı hisse senedi sahiplerinin pay defterine kaydedilmeleri ve genel kurul zamanı, davet usulü ve içeriği konusunda pay sahiplerinin gerektiği biçimde bilgilendirilmeleri istenmektedir. Genel kurulda pay sahiplerine soru sorma olanağı verilmeli, anında cevaplanamayan sorular kaydedilmeli ve kamuoyu daha sonra bilgilendirilmelidir. Genel kurula katılma hakkı konusunda sıralanan diğer ilkeler şu şekilde özetlenebilir:

Bağımsız denetim kuruluşu, genel kurulda şirketçe sunulan raporların güvenilirliğine ve kendisinin bağımsızlığına engel herhangi bir konu olmadığına dair pay sahiplerini yazılı bir açıklama ile bilgilendirmelidir.

Bundan başka, şirketin sermaye ve yönetim yapılarında ve mal varlığında değişiklik oluşturan her türlü kararın genel kurulda alınması sağlanmalıdır.

Oy hakkı konusunda sıralanan ilkeler ise, oy hakkının vazgeçilemez, özüne dokunulamaz ve sözleşme ile kaldırılamaz olduğunun açıklanması ile başlamaktadır. Bunun dışında, oy hakkının kullanımının kolaylaştırılması, genel kurulda kullanılacak oy hakkına üst sınır getirilmemesi, oy haklarının zamanında kullanımının engellenmemesi ve oy hakkında imtiyazdan kaçınılması önerilmektedir. Ayrıca vekâleten oy kullanımının olanaklı hale getirilmesi, hakimiyet ilişkisinin bulunduğu iştiraklerin oy kullanmaktan kaçınmaları ve aksine özel bir durum olmadıkça oylamanın açık usulde yapılması da tavsiye edilmektedir.

Azınlıkların haklarının kullandırılmasına azamî özen gösterilmesi istenmektedir.

Kâr payı hakkı konusunda, yönetimin örtülü işlemlerle kârı olduğundan az göstermemesi, şirketin belli bir kâr payı dağıtım politikasının olması, kâr dağıtımının genel kurulu takiben en kısa sürede yapılması ve kâr dağıtım politikasında hissedar-şirket çıkarları arasında denge sağlanması gerektiği ifade edilmiştir.

Payların devri konusunda ise, pay sahiplerinin paylarını serbestçe devretmelerini zorlaştıracak işlemlerden gerek esas sözleşmede gerekse uygulamada kaçınılması istenmektedir.

Pay sahipleri konusundaki son ayrıt, pay sahiplerine eşit işlem ilkesidir. Bu ilke gereğince, azınlık ve yabancı pay sahipleri dahil tüm pay sahiplerine eşit muamele yapılması, yöneticiler ya da bilgiye ulaşma konusunda ayrıcalık sahibi olanların, kendileri adına şirket faaliyet konusunda yaptıkları işlemleri açıklamaları ve ilgili hiç bir tarafın diğerlerinin aleyhine sonuçlanacak, zarar verici işlemler yapmaması istenmiştir.

Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık bölümünde ise, öncelikle kamuyu aydınlatmanın amaçları ve araçları ele alınmıştır. Bu amaçla doğru, eksiksiz, anlaşılabilir, yorumlanabilir, düşük maliyetle kolay erişilebilir bilgilerin eşit bir şekilde ve zamanında kamuya sunulmaları istenmiştir. Kamuya açıklanmış bir bilgilendirme politikasının olması ve şirketin sermaye piyasası araçlarının değerine etki etme olasılığı bulunan gelişmelerin anında kamuya duyurulması beklenmektedir. Şirketin faaliyetlerinde, finansal durumunda meydana gelecek değişiklikler açıklanmalı, gerektiğinde güncellenmelidir. Kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanma durumu ile ilgili olumlu/olumsuz tüm bilgiler, ayrıca olumsuz durumlar sonucunda meydana gelen çıkar çatışmaları konusunda kamu oyunun bilgilendirilmesi gerekmektedir. Kâr payı dağıtım politikası ve oluşturulan etik kuralları kamuya açıklanmalıdır. Yurt dışında da borsalara koteli şirketlerin, o borsalarda açıklamak zorunda oldukları tüm bilgileri paylaşmaları ve bu paylaşımın tüm ülkelerde eş zamanlı yapılması istenmiştir. Tahminlere dayalı raporlamaların abartılı ve yanıltıcı olmaması ve

kamuoyunun aydınlatılmasında şirket Internet sitesinin aktif olarak kullanılması da öngörülmüştür.

Aynı bölüm içerisinde yer alan, şirket ile pay sahipleri, yönetim kurulu üyeleri ve yöneticiler arasındaki ilişkilerin açıklanması bölümünde ise, bir kişi ya da kurumun şirketteki sermayesi ve/veya oy hakkının %5, %10, %25, %33, %50 ve %66, 67'ye ulaşması, bu yüzdeleri aşması veya bu yüzdelerin altına düşmesi durumunda kamuoyunun bilgilendirilmesi istenmiştir. Şirketin karşılıklı ortaklık yapısı, nihaî hâkim pay sahibi ya da sahipleri, sahip oldukları pay miktarları ve isimleri ile tablolandırılarak açıklanmalıdır. Ayrıca, yönetim kurulu üyeleri, yöneticiler ve sermayenin %5'inden fazlasına sahip ortaklar, şirketin sermaye piyasası araçları ile ve yönetim kontrolünü ellerinde bulundurdukları diğer şirketlerin sermaye piyasası araçları ile yaptıkları işlemleri açıklamalıdır.

Kamuoyunun aydınlatılmasında, malî tablo ve dipnotların gerçeği yansıtacak biçimde hazırlanması ve sunulmasına; bu bilgilerin şirketle ilgili her türlü bilgiye ulaşılacak nitelikte sunulmasına özen gösterilmesi beklenmektedir.

Bağımsız denetim ile ilgili olarak da, denetim kuruluşlarının belli aralıklarla rotasyona tâbi tutulması (5 yıl çalışma 2 yıl ara verilmesi) ve bağımsız denetim/danışmanlık faaliyetlerinin tek elden yürütülmemesi gereğinin altı çizilmiştir.

Ticarî sır ve içeriden öğrenenlerin ticareti ile ilgili olarak da, ticarî sır niteliğindeki bilgilerin belirlenmelerinde ticarî sır-şeffaflık dengesinin, şeffaflığın aleyhine gelişecek şekilde kullanılmasının önüne geçilmesi ve şirketin sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek bilgiye ulaşabilecek durumdaki herkesin bir liste ile kamuya açıklanması istenmiştir.

Bunlara ek olarak, büyük tazminat gerektiren sonuçlanmamış davalar gibi, şirketin malî durumunu etkileyecek olaylar, olası sonuçları ile kamuya açıklanmalıdır.

SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'nde "Çıkar Sahipleri" başlığının altında sıralanan ilkeler ise, çıkar sahiplerine ilişkin bir şirket politikasının belirlenmesi, çıkar sahiplerinin şirket yönetimine katılımlarının sağlanması, şirket mal varlığının korunmasının sağlanmasına yönelik açıklayıcı maddeler içermektedir. Ayrıca, şirket insan kaynakları politikasının belirlenmesi, müşteriler ve tedarikçiler ile ilişkilerin düzenleyici kurallara bağlanması, etik kurallar oluşturulması ve şirketin sosyal sorumluluk bilincinde hareket etmesinin sağlanması istenmektedir.

Kurumsal Yönetim İlkeleri'nin son bölümü, yönetim kuruluna ilişkin ilkelere ayrılmıştır. İlkeler içerisinde en kapsamlı açıklanan başlık "Yönetim Kurulu" olup, işaret edilen temel noktalar şu şekilde özetlenebilir:

Öncelikle yönetim kurulunun temel fonksiyonlarına değinilmiş, en üst karar alma, yürütme ve temsil organı olarak, misyonun ve vizyonun tanımlanması, stratejik hedeflerin onaylanması, şirket performansının sürekli gözden geçirilmesi, faaliyetlerin tüm düzenleyicilere uygun gerçekleştirilmesi ve pay sahipleri ile çıkacak olası anlaşmazlıkların giderilmesinde öncü olunması şeklindeki görevleri sıralanmıştır.

Ardından ayrıntılı olarak, yönetim kurulunun faaliyet esasları ile ilgili görev ve sorumluluklarına yer verilmiştir. Bu alt başlık içerisinde sıralanan maddeler genel hatları ile şu biçimde özetlenebilir:

Yönetim kurulu faaliyetlerini eşitlik esası ile, şeffaflık, hesap verebilirlik ve sorumluluk ilkelerini gözeterek yürütmeli, her bir üyesinin görev tanımı ve dağılımını yapmalı, üyelerinin ve yöneticilerin yetki ve sorumluluklarını açık ve anlaşılır biçimde kamuya açıklamalıdır.

Üyelerin görevlerini iyi niyet çerçevesinde ve basiretli bir biçimde, ve benzer durumlarda gösterilecek asgarî özen ve dikkat içerisinde yerine getirmelerini güvence altına almalıdır.

Üyelerin, görevlerin yerine getirilmeleri sırasında ihtiyaç duyacakları bilgiye zamanında ve kolayca ulaşmalarını sağlamalı, kasten ve/veya ihmalen görevin ifa edilememesi durumunda, müteselsilen sorumlu olduklarını bilerek çalışmaları sağlanılmalıdır.

Kurul, temel işlevleri dışında, zorunlu ve ihtiyarî komitelerin kurulup etkin bir şekilde çalıştıklarından emin olmalıdır.

Kurul başkanı, üyeler ve icra başkanı (ya da genel müdür) ile görüşerek toplantı gündemi belirlemeli, gündem konuları demokratik bir biçimde tartışılmalıdır. Olumsuz oylar zapta geçirilmeli ve yazılı olarak şirket denetçilerine iletilmelidir.

Toplantı ve karar yeter sayısına, esas sözleşmede yer verilmeli, kurul işlemlerinin hızlı yürütülmesi ve gerekli bilgi alışverişinin sağlanması için bir sekreteryaya oluşturulmalıdır.

Bunlardan başka, üyeler kendilerinin, eş ve üçüncü dereceye kadar kan ve sıhrî hısımlarının çıkarlarını ilgilendiren kurul toplantılarına katılmamalıdır.

Yönetim kurulunun oluşumu ve seçimi sırasında, en üst karar organı olmasının gereklerini yerine getirecek etkinlikte olmasına özen gösterilmeli, kurulda yürütme görevi olan ve olmayan üyeler bulunmalı, özellikle bağımsız üyelerin (kurul üyesi sayısının en az üçte biri kadar) bulunması sağlanmalı ve kurul üyelerinin seçiminde birikimli oy uygulamasına öncelik verilmelidir.

İlkeler kapsamında, gerek dünyada gerekse Türkiye’de sık sık tartışılan yönetim kuruluna sağlanan malî haklara da değinilmiştir. Bu kapsamda,

Üyelere cretlerinin belli bir oranını aşmayacak biçimde huzur hakkı adı altında ödeme yapılması, ye ücretinin genel kurulca saptanması ve ödüllendirme mekanizmasının çalıştırılması için şirket ve ye performansının birlikte değerlendirilmesi önerilmiştir.

Ayrıca, dllendirme konusunda, kurulması zorunlu kurumsal yönetim komitesinden görüş alınması ve üyelere şirket tarafından borç verilmemesi veya ye lehine kefâlet gibi teminatlardan kaçınılması gerektiği savına yer verilmiştir.

Yönetim kurulunda oluşturulan komitelerin sayıları, yapıları ve bağımsızlıkları konusunda ise, gerek duyulan komitelerin kurulup, sorunsuz çalışmalarının sağlanılması, komite başkanlarının bağımsız üyelerden seçilmesi, komitelerin en az iki kişiden oluşması ve bu üyelerin bağımsız üyelerden seçilmesi istenmiştir. İki den fazla üyeli bir komite içerisinde ise çoğunluğun bağımsız üyelerden oluşmasının gerekliliği vurgulanmıştır. Ayrıca, bir üyenin birden fazla komitede yer almaması, komitelerde konusunda uzman kişilerin bulunması da gerekli görülmüştür. Komiteler tavsiye niteliğinde karar almalı, nihaî ve geçerli karar yönetim kurulu oyundan geçen karar olmalıdır. Finansal ve operasyonel faaliyetlerin sağlıklı bir biçimde yrtldklerinin izlenmesi için, “denetimden sorumlu komite”, şirketin kurumsal yönetim uyumunu izlemek ve geliştirici müdahalelerde bulunmak için ise, “kurumsal yönetim komitesi” mutlaka kurulmalıdır.

Yöneticiler konusuna da ayrıca değinilmiş, bu alt başlık altında da öneri ve düzenlemeler yapılmıştır. Buna göre, yöneticiler görevlerini dil, şeffaf, hesap verebilir ve sorumlu bir şekilde yürütmeli, şirket işlerinin belirlenen misyon, vizyon, hedef, strateji ve politikalar çerçevesinde yrtlmelerini sağlamalıdır. Yönetim kurulunun onayladığı finansal ve operasyonel plnlara uygun olarak hareket etmeli, yeterli ölçüde yetki ve sorumlulukla donatılmalıdır. Yöneticiler, görevlerinin gereklerini yerine getirebilecek profesyonel niteliklere sahip olmalı, asimetrik bilgi sayesinde, lehlerine şirket

ve paydaşları aleyhine kazanç sağlamayacak kişisel ahlâka ve iş ahlâkına sahip olmalıdırlar. Görevlerini yerine getirememelerinden kaynaklı şirket ve üçüncü kişi zararlarını tazmin etmeli, şirketten ayrılışları dahi, şirketin rakibi durumundaki başka bir şirkette belli bir süre çalışmayacaklarını taahhüt etmelidirler. Alacakları ücret, kişisel nitelikleri ve performansları ile orantılı olmalıdır. Ayrıca, sermaye piyasası, sigortacılık, bankacılık, kara para aklanmasının önlenmesi ve ödünç para verme işleri mevzuatına aykırılıktan ve/veya affa uğramış olsalar dahi ağır hapis veya beş yıldan fazla hapis, zimmet, nitelikli zimmet, irtikâp, rüşvet, hırsızlık, dolandırıcılık, sahtecilik, inancı kötüye kullanma, hileli iflâs gibi yüz kızartıcı suçlar, resmî ihale ve alım satımlara fesat karıştırma veya devlet sırlarını açığa vurma, vergi kaçakçılığı veya vergi kaçakçılığına teşebbüs ya da iştiraktan hüküm giymiş olmamalıdırlar.

SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri incelendiğinde, OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri ile paralellik gösteren, ancak çalışmanın başından beri yer yer yinelenerek ifade edildiği gibi “tek tip” bir kurumsal yönetim şablonu yerine özde tüm temel ilkelere değinen, buna ek olarak ülke ihtiyaçlarını karşılayan bir ilkeler bütünü oluşturduğu görülür. Bu sayede, farklı pazarlarda farklı uygulama ve örnekleri ile değişik modeller ortaya çıkaran kurumsal yönetim kavramı, Türkiye’de de kendine özgü bir modele doğru gitmektedir.

3.1.2. Türkiye’de Kurumsal Yönetim Konusunda Yapılan Diğer Düzenlemeler ve Gelişmeler

2003 yılında yayınlanan (ve 2005 yılında güncellenen) SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri ile halka açık anonim şirketler için kurumsal yönetim konusunda bir yöntemler bütünü ortaya koyulmuştur. Ardından, SPK’nın 10.12.2004 tarih ve 48/1588 sayılı kararı ile, hisse senetleri İMKB’de işlem gören şirketlerin 2005 yılında yayınlanan, 2004 yılına ilişkin faaliyet raporlarından başlamak üzere, faaliyet raporlarında ve varsa Internet

sitelerinde şirketlerin Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne uyumları konusundaki beyanları ile açıklanacak asgarî unsurları belirleyen Kurumsal Uyum Raporu'na (KYUR) yer vermeleri gerektiği karar altına alınmıştır. Söz konusu uyum raporu, şirketlerin önceki ayırtta irdedeğimiz SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne uyum durumları, uymadıkları ilkeler için ise, ilişkin açıklamalara yer verdikleri, kamuyu aydınlatma amaçlı bir rapordur. Uyum raporu, kurumsal yönetimin “uygula, uygulamıyorsan açıkla” ilkesinin somutlaştırılmasıdır.

SPK, Kurumsal Yönetim Uyum Raporu yayınlanmasını, İMKB'de işlem gören halka açık anonim şirketler için zorunluluk haline getirdikten sonra, şirketlerin 2004 yılı faaliyet raporlarında yayınlanan KYUR'larını değerlendirmiş ve ilk yıl için elde ettiği bulguları sıralamıştır.*

2004 yılında payları İMKB'de işlem gören şirketlerden 276 adedinin yayınladıkları Kurumsal Yönetim Uyum Raporu'na (KYUR) göre, şirketler açısından kurumsal yönetimin kavram ve içerik olarak bilinirliğinin düşük oranda olduğu, KYUR'larda genellikle ilkelere uyulmaması halinde açıklama yapılmadığı gözlenmiştir. Mevzuat açısından zorunlu ilkelere uyum düzeyi yüksek, gönüllülük esasına dayalı ilkelere uyum düzeyi çok düşük kalmıştır. Elektronik ortamda bilgilendirme %56'lık düzeyi ile düşük çıkmıştır.

Değerlendirmede, kurumsal yönetimin tam anlamı ile uygulanmaması önündeki en büyük engel olarak şirketlerin %35'inde gözlenen oy hakkı imtiyazları öne çıkmaktadır; %19'luk düzeyi ile kâr payı imtiyazı ve %25'lik düzeyi ile pay devrini kısıtlayan hükümlerin varlığı da kurumsal yönetim uygulamalarını olumsuz etkilemektedir.

Ayrıca, ilk yıl değerlendirmesinde, şirket ortak ilişkilerinde de ciddi kopukluklar olduğu gözlenmiştir. Şirketlerin ortakları bilgilendirme konusunda yetersiz ve isteksiz oldukları, buna karşın ortakların da, çok düşük genel

* İMKB Şirketleri Tarafından 2005 Yılında Yayınlanan Kurumsal Yönetim Uyum Raporlarına İlişkin Genel Değerlendirme, Sermaye Piyasası Kurulu, 2005, (Erişim) <http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pageid=698fn=69.pdf>, 12.01.08, s. 1-21.

kurula katılım ve çok az talepleri ile kendilerini ortak olarak değil, hisse senedi sahibi olarak gördükleri gözlenmiştir. Dolayısı ile, Türkiye’de bir “pay sahipliği kültürünün” oluşmadığı ve yatırımcı eğitimi konusunda yol kat edilmesi gerektiği savunulmuştur.

2004 yılı için bağımsız yönetim kurulu üyeliğinin uygulandığı şirket sayısı çok düşük düzeyde çıkmıştır; bundan başka Kurumsal Yönetim İlkelerinin tavsiye ettiği komiteler de örneklem geneli için yetersiz çıkmıştır.

Bunlar dışında, dikkat çekici son unsur olarak, şirketlerin yasal zorunluluk olmamasına rağmen çıkar sahiplerini, özellikle müşterileri ve tedarikçileri, ortaklarından daha fazla bilgilendirmeleri göze çarpmaktadır. Bu olgu da, yine Türkiye’de pay sahipliği ya da yaygın ortaklık kültürünün oluşmamış olması ile ilişkilendirilebilir.

Sonuç olarak, KYUR’un zorunlu tutulduğu ilk rapor dönemi ardından yapılan analizler, şirketlerin kurumsal yönetim konusunda önlerinde daha hayli bir yolları olduğunu ortaya koymuştur.

Ancak, SPK tarafından KYUR’un zorunlu hale getirilmesi ve yıllık faaliyet raporlarında yer verilme zorunluluğu konuya uzak duran belli bir kesimin de dikkatini çekmiş olması nedeni ile olumludur.

Türkiye’de anket şeklinde uygulanan araştırmaların pek çoğunda şirketlerin başarısızlıklarının, ilkeler ve var olan mevzuat arasındaki uyumsuzluktan kaynaklandığı gözlemlenmiştir. Şirketler, ya ilkeler ile mevzuat arasında ilişki kuramamakta ya da oluşan boşlukları maliyetli kurumsal yönetim uygulamalarını gerçekleştirmemek için değerlendirmektedirler. Bu doğrultuda yasal çerçeve ile kurumsal yönetim uygulamalarının uyumlulaştırılması için yapılan çalışmaları şu şekilde özetleyebiliriz:

Türkiye’de kurumsal yönetim ilkelerinin yaygınlaşması açısından en önemli gelişmelerden birisi, yeni Türk Ticaret Kanunu’nun yasalaşması olacaktır. Tez çalışmasının hazırlandığı dönemde henüz yasalaşmamış olan bu yeni tasarı, kurumsal yönetime ilişkin bir çok çağdaş düzenleme ile hissedarlık ve azınlık haklarının güçlendirilmelerini amaçlamaktadır.

Ocak 1957’den beri ulusal ticarî hayatımızı düzenleyen Türk Ticaret Kanunu*, yapılacak düzenlemelerle, bir çok noktada TTK’nın, tezde de daha önce belirtilmiş olduğu gibi, yatırımcıyı koruma hususunda en zayıf hukuk sistemi olan Fransız hukuk sistemi etkilerinden arınıp, Anglo-Sakson hukuk sistemi özellikleri kazanması beklentisi hakimdir.

Bu tasarının yasalaşması ile birlikte, birleşme, bölünme, tür değiştirme gibi önemli kararlarda olumsuz oy kullanan pay sahibinin ortaklıktan ayrılma hakkına (yasal satma hakkı) sahip olması da yasal dayanağa kavuşmuş olacaktır. Ayrıca, yürürlükteki yasa, eşit itibarî değerdeki paylara farklı sayıda oy hakkı tanınması biçimindeki, oyda imtiyaz uygulamasına herhangi bir sınır getirmezken, yeni tasarı ile bir paya en çok 15 oy hakkı tanınması gibi bir sınırlama oluşturulması tasarlanmaktadır. Şirket ana sözleşmesine eklenecek bir madde ile genel kurul toplantılarında çevrim içi gerçek zamanlı (on-line, real time) oy kullanma hakkının tanınması ile de, genel kurullarda oluşan güç boşluğu sorununun en aza indirgenmesi hedeflenmektedir.

Çok kapsamlı bir yenileme çalışması olan bu tasarı içerisinde kurumsal yönetim uygulamaları ile ilgili var olan boşlukların giderilmesine yönelik maddelerin bulunması sevindiricidir. TTK Tasarısı’nın kurumsal yönetim konusunda getirdiği değişiklikler şu noktalarda odaklanmaktadır:¹²⁹

- Anonim ortaklığın güvenli kuruluşu,

* Türk Ticaret Kanunu, Kabul Tarihi 29/6/1956, Yayımlanma Tarihi: 9/7/1956, Kanun Numarası: 6762
¹²⁹ **Kurumsal Yönetimin Anonim Ortaklıklarda Yansımaları**, TKYD Yayınları, 2004, (Erişim) <http://www.tkyd.org/files/downloads/02kurumsalyonetiminanonimortakliklardayansimalari.pdf>, 01.02. 2008, s. 9.

- sermayenin korunması ilkesinin daha güçlü bir biçimde güvence altına alınması,
- murakıplığın kaldırılması ve Bağımsız Denetimin tüm anonim ortaklıkları kapsayacak biçimde devreye sokulması,
- bilgi toplumu hizmetlerinin yasal altyapıya kavuşması (web sitesi, elektronik ortamda genel kurul v.b.),
- yönetim organının oluşumu ve örgütlenmesine yönelik ayrıntılı düzenlemelerin getirilmesi,
- şirket açısından önem taşıyan bazı işlemlerin denetçinin gözetiminden geçirilmesi (birleşmeler, bölünmeler, tür değişiklikleri v.b.),
- uluslararası muhasebe ve finansal raporlama standartlarının kabul edilmesi,
- “Tehlikeleri Erken Teşhis Komitesi”nin oluşturulması,
- güç boşluğunun giderilmesine yönelik önlemlerin getirilmesi,
- pay sahipliği haklarının çeşitlendirilmesi ve bu hakların kapsamlarının güçlendirilmesi,
- eşit işlem ilkesinin ağırlık kazanması,
- oyda imtiyazın sınırlandırılması,
- pay sahiplerinin şirketle olan borç ilişkilerinin rasyonelleştirilmesi,
- yetkililerin sorumluluklarına ilişkin düzenlemelerin rasyonelleştirilmesi.

Kurumsal yönetim uygulaması açısından büyük önem taşıyan bir uygulama da birikimli oy yöntemidir. A.B.D.’de öngörülen bir oy kullanma yöntemi olan kavram, Türk hukukunda oldukça yenidir.

Birikimli oy kullanma, “genel kurula katılan kişinin, yönetim ve denetim kurulu üyeliği seçiminde kullanacağı oy sayısı, sahip olduğu veya vekil sıfatı ile kullanmaya yetkili olduğu oy sayısı ile seçimi yapılacak yönetim kurulu ve denetim kurulu üye sayısı çarpılmak sureti ile bulunan ve bu suretle bulunan birikimli oy sayısının tamamı bir aday için veya birden fazla aday arasında bölüştürülerek kullanılabilen oy kullanma yöntemi” olarak tanımlanmıştır.*

Birikimli oy kullanma, hisse senetleri borsada işlem gören şirketler için gönüllülük esasına dayalıdır. Türkiye’de hissedarların genel kurula katılımlarının ve hisse senetlerinden doğan haklarının kullanımının yaygınlaşması ile birlikte bu uygulamanın yükümlülük haline getirilmesi, katılımcı bir yönetim anlayışı oluşturulmasına katkı sağlayacaktır.

Bu düzenlemelerin dışında, Türkiye’de kurumsal yönetim konusunda girişimleri olan bağımsız kuruluşlar bulunmaktadır. Bu kuruluşlardan en önemlileri, her ikisi de 2003 yılında faaliyetlerine başlayan Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği ve Kurumsal Yönetim Forumu’dur.

Temel amacını “Kurumsal Yönetim anlayışının Türkiye’de tanınmasına ve gelişmesine katkıda bulunmak” şeklinde tanımlayan Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği’nin kuruluşunda ve yönetiminde yer alanlar ve üyeleri, Türkiye’nin önemli sermaye gruplarını temsil ettiğinden, kurumsal yönetim pratiğinin Türk iş dünyasında hızlı bir biçimde yayılmasında etkili olmuşlardır. Sayıları 300’ü aşan yönetim kurulu üyesi ve üst düzey yönetici, Türkiye’de kurumsal yönetimin geleceğini tartışmak ve buna ilişkin uygulamalara yön vermek amacı ile Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği’nde bir araya gelmiştir. Derneğin etki alanı, yayınladıkları çalışmalar ve seminerler, kurumsal yönetim konusunun iş dünyasında anlaşılmasına ve benimsenmesine katkı sağlamaktadır.

* “Sermaye Piyasası Kanununa Tâbi Anonim Ortaklıkların Genel Kurullarında Birikimli Oy Kullanımına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ” Seri: IV No: 29, **18 Şubat 2003 tarihli 25024 sayılı Resmî Gazete**’de yayınlanmıştır.

Diğer girişim olan Türkiye Kurumsal Yönetim Forumu ise 1 Mart 2003 tarihinde TÜSİAD ve Sabancı Üniversitesi'nin ortak çabası ile kurulmuş ve 2004 yılı sonuna kadar ortak bir girişim olarak devam etmiştir. 2005 yılı başından itibaren ise, Sabancı Üniversitesi'nin kurumsal yönetim alanında en fazla katma değeri bilimsel çalışmalar yolu ile üretebileceğinden hareketle Forum'un çalışmaları bilgi üretme üzerine yoğunlaşmıştır. Kurumsal Yönetim Forum'u bu gün, disiplinler arası bir akademik girişim olarak, Sabancı Üniversitesi Yönetim Bilimleri Fakültesi ev sahipliğinde çalışmalarını sürdürmektedir.

3.2. TÜRKİYE'DE İMKB KURUMSAL YÖNETİM ENDEKSİ UYGULAMASI

Dünyadaki gelişmeler ışığında, Türkiye'de de kurumsal yönetim derecelendirmesi ve ulusal borsada bir "Kurumsal Yönetim Endeksi" oluşturulmasına yönelik çalışmalar başlamıştır.

Bu konudaki ilk girişim SPK'nın Seri: VIII, No:40 künyeli 04/12/2003 tarihinde yürürlüğe giren "Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği"dir. Bu tebliğ 12 Temmuz 2007 tarihinde Seri: VIII No:51 sayılı tebliğ ile değiştirilmiş ve halen yürürlükte olan şeklini almıştır. İçerik olarak derecelendirme faaliyeti, kredi derecelendirmesi ve konumuz olan "Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Derecelendirmesi", "ortaklıklar ve sermaye piyasası kurumlarının Kurul'ca yayınlanan Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne uyumunun derecelendirme kuruluşları tarafından bağımsız, tarafsız ve âdil olarak değerlendirilmesi ve sınıflandırılması faaliyeti" olarak tanımlanmıştır.

SPK 2003 tarihli bu düzenlemenin ardından, 7 Şubat 2005 tarihli toplantısında, kurumsal yönetim ilkelerinde değişiklik ve eklemeler yapılması ve ayrıca İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi oluşturulmasına ilişkin kararlar almıştır. Bu kararlar aslında, OECD Kurumsal Yönetim Yönlendirme

Komitesi'nin yaptığı değişikliklerin ulusal sermaye piyasası kurallarına yansımalarıdır. Böylesi bir endekse sahip diğer ülke örneklerine benzer bir biçimde, Kurumsal Yönetim Endeksi'nin bireysel ve kurumsal, ulusal ve küresel yatırımcılara, hisse senetleri borsada işlem gören şirketlerin kurumsal yönetim eğilimi hakkında bilgi veren yararlı bir gösterge olması hedeflenmiştir.

Bu tarihlerden bu yana yapılan çalışmalar meyvelerini vermiş ve kurumsal yönetim uygulamalarının gelişmesine katkıda bulunacak, şirketleri kurumsal yönetim uygulamaları ve diğer şirketlere referans olmaları konusunda teşvik edecek İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi 31 Ağustos 2007 tarihinde oluşturulmuştur.

Bu endeks, SPK tarafından yetkilendirilmiş bir derecelendirme kurumundan on üzerinden en az altı düzeyinde kurumsal yönetim derecelendirilmesine uygun görülen şirketlerin dahil olabilecekleri bir endekstir.

Kurumsal Yönetim Endeksi, İMKB Pazarlarında işlem gören (Gözültü Pazarı Hariç) ve SPK'nın yayınladığı Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne uyumuna ilişkin olarak belirlenmiş derecelendirme notuna sahip şirketlerin, İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Temel Kuralları'na göre fiyat ve getiri performanslarının ölçülmesi amacı ile oluşturulmuştur.

Kurumsal Yönetim Endeksi hesaplama, İMKB Ulusal-100 endeksinin ilân edilen en son değeri, Kurumsal Yönetim Endeksi kabul edilerek, 31.08.2007 tarihinde başlanmıştır. Bu tarihte, İMKB-100 endeksinin son kapanış değeri, 29.08.2007 tarihli endeks değeri olup, bu değer 48.082,17'dir. Fiyat endeksi seanslar süresince, getiri endeksi seanslar sonunda hesaplanıp ilân edilmektedir. Şirketlerin piyasa değeri, eski ve varsa yeni hisse senetlerinin fiyatları ayrı ayrı dikkate alınarak hesaplanmaktadır.

SPK tarafından belirlenmiş derecelendirme kuruluşları listesinde bulunan derecelendirme kuruluşlarınca, bir bütün olarak tüm kurumsal yönetim ilkelerine uyuma ilişkin olarak verilen not, “derecelendirme notu”nu ifade eder. Kurumsal Yönetim derecelendirme notu, şirketlerin pay ve çıkar sahiplerine verdikleri önemin, kamuyu zamanında ve doğru aydınlatma faaliyetlerinin, yönetim kurulunun faaliyetlerinin genel kredibilitesi ve pay ve çıkar sahipleri ile ilişkiler hakkında bir görüştür. Şirketlerin kurumsal yönetim değerlemeleri, adillik, şeffaflık, hesap verebilirlik ve sorumluluk olarak adlandırılan dört temel ilke çerçevesinde, çeşitli kriterler göz önünde bulundurularak yapılır. Kurumsal Yönetim’in bu dört temel ilkesi, performans ölçümü ve geliştirilmesi esasına dayalı olarak birbirleri ile ilişkilendirilebilmekte ve böylece, şirketlerin hissedarları için değer yaratırken, toplumsal değerlerle de uyumlu olmaları beklenmektedir. Derecelendirme notunun, derecelendirme yaptırmak isteyen şirketin talebi üzerine verilmesi ve yıllık olarak yenilenmesi veya teyit edilmesi şarttır. Sermaye Piyasası Kurulu’nun kendi web sitesinde 05.04.2008 güncelleme tarihi ile yayınladığı, Türkiye’de Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Derecelendirmesi yapmaya yetkili yalnızca iki derecelendirme kuruluşu vardır. Bunlardan birisi, Türkiye’de kurulan bir derecelendirme şirketi olan SAHA Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş. olup, diğeri, Türkiye’de derecelendirme faaliyetinde bulunması kabul edilen uluslararası bir derecelendirme kuruluşu olan RiskMetrica Group Inc.’dir.

Bir bütün olarak, tüm kurumsal yönetim ilkelerine uyum notu en az 6 olan ve Gözaltı Pazarı hariç İMKB pazarlarında işlem gören şirketlerin hisse senetleri derecelendirme notunun Borsa’ya bildirildiği günü izleyen iş günü, endekse alınırlar.

Endeks, endekse alınma kriterlerini sağlayan şirketlerin sayısının 5’e ulaşmasının ardından Borsa Günlük Bülteni’nde yapılan duyuruyu izleyen 7 günden sonra hesaplanmaya başlanır. Endekste bulunan şirket sayısı 2’ye

düştüğü taktirde yapılacak duyurudan 2 ay sonra endeksin hesaplanmasına son verilir.

Temel işleyiş kuralları yukarıda açıklanan Kurumsal Yönetim Endeksi ile ilgili olarak, Endeksten Çıkarılma, birleşme ve devralma durumlarına yönelik özel uygulamalar ve endeksten çıkarılmış bir şirketin yeniden endekse alınması ile ilgili de bir takım düzenlemeler söz konusudur.

Kurumsal yönetim endeksinde yer alan bir şirket, hisse senetlerinin işlem gördüğü pazardan Gözaltı Pazarı'na alındığı ya da işlem gördüğü pazardan sürekli çıkarıldığı taktirde, Kurumsal Yönetim Endeksi'nden de çıkar. Ayrıca, hisse senetlerinin işlem sırasının kesintisiz 5 iş gününden fazla süre ile kapalı kalması, yeni bildirilen kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirme notunun 6'dan düşük olması ya da derecelendirme notunun verildiği tarihten sonraki 1 yıllık dönem sonunda notun yenilenmemesi veya teyit edilmemesi, şirketlerin Kurumsal Yönetim Endeksi'nden çıkarılması için neden oluşturur. Derecelendirme sözleşmesinin herhangi bir nedenle sona erdiğinin Borsa'ya bildirilmesi, derecelendirme kuruluşunun, Sermaye Piyasası Kurulu'nca derecelendirme kuruluşları listesinden çıkarıldığının Borsa'ya bildirilmesi ve derecelendirme kuruluşunun bağımsızlığının ortadan kalktığının Borsa'ya bildirilmesi de Endeks'ten çıkarılma sonucunu doğurur. Tüm durumlarda fiilin gerçekleşmesini izleyen ilk iş günü, şirket hisse senetleri Endeks'ten çıkarılır.

Birleşme ve devralmalarda, hisse senetleri endeks kapsamında olan bir şirket başka bir şirketi veya şirketleri devralırsa notu 6'dan aşağıya düşmedikçe endeks kapsamında kalmayı sürdürür. Hisse senetleri endeks kapsamında olan bir şirket ise, kapsamda olmayan bir şirket tarafından devralındığında, devir alan şirket endekse alınma kuralına yeterlik sağlayıncaya kadar endeksten çıkarılır.

Endeksten çıkarılmış bir şirketin hisse senetlerinin yeniden endekse alınması için ise, endeksten çıkarılmasına neden olan koşulun, endekse alınmayı sağlayacak şekilde değişmiş olması gerekmektedir. Bu koşullar aşağıdaki gibi sıralanabilirler:

- Hisse senetlerinin işlem sırasının kesintisiz 5 iş gününden fazla süre kapalı kalması nedeni ile endeksten çıkarılan bir şirketin hisse senetleri, yeniden işlem görmeye başladığı gün endekse dahil edilir.
- Gözaltı Pazarı'ndan İMKB'nin diğer pazarlarına geçen hisse senetleri, kurumsal yönetim uyum notu en az 6 olduğu takdirde, yeni pazarda işlem görmeye başladığı tarihten itibaren Endeks'e dahil edilir.
- Kurumsal yönetim derecelendirme notu 6'dan düşük olduğu için endeksten çıkarılmış olan ve yeni ilân edilen kurumsal yönetim derecelendirme notu 6 ve üzeri olan şirketlerin hisse senetleri, yeni notun Borsa'ya bildirildiği günü izleyen iş günü endekse yeniden dahil edilir.
- Kurumsal yönetim derecelendirme sözleşmesinin herhangi bir nedenle sona ermesi veya derecelendirme kuruluşunun SPK tarafından "Derecelendirme Kuruluşları Listesi"nden çıkarılması nedeni ile endeksten çıkarılan hisse senetleri, başka bir derecelendirme kuruluşundan alınan notun 6 veya üzerinde olması durumunda, yeniden borsaya bildirilmesini izleyen ilk iş günü endekse dahil edilir.
- Derecelendirme notunun yıllık olarak yenilenmemesi veya teyit edilmemesi nedeni ile endeksten çıkarılan hisse senetleri, yenileme veya teyit notunun en az 6 olması halinde borsaya bildiri izleyen ilk iş günü yeniden endekse dahil edilir.

Bunlara ek olarak, birden fazla derecelendirme kuruluşundan alınan derecelendirme notlarından en son bildirileni derecelendirme notu olarak dikkate alınır. Bu derecelendirme kuruluşlarından bir tanesi, SPK tarafından “Derecelendirme Kuruluşları Listesi”nden çıkarılmış ise, diğer kuruluş tarafından verilen not geçerlidir.

Tüm bu koşullar çerçevesinde derecelendirme notu alan şirketlerin sayısının 5’i geçmesi halinde, endeks hesaplama süreci izleyen ayıta incelenmiştir.

3.2.1. İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Hesaplama Yöntemi

İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi’nin hesaplanmasında, hesaplamaya dahil olacak şirketlerin hisse senetlerinin tescil edilmiş en son fiyatları kullanılır. Hesaplama sırasında şirketlerin piyasa değerleri, eski ve varsa yeni hisse senetlerinin ayrı ayrı dikkate alınmaları ile bulunur. Ancak piyasa değeri hesaplamasında, işlem sırası açılmayan “Yeni” hisse senetleri ve esas sermaye sisteminde yapılan sermaye artırımlarında, sermayenin tescil ve ilânına kadar Merkezî Kayıt Kuruluşu’nda (MKK)* oluşturulan geçici kaydî paylar için eski hisse senedinin fiyatı dikkate alınır.

Yapılan bu düzenleme çerçevesinde şirketlerin piyasa değeri hesaplaması şu şekilde formüle edilir:

$$\text{Piyasa Değeri} = (\text{Eski Hisse Senedi Sayısı} \times \text{Eski Hisse Senedi Fiyatı}) + (\text{Yeni Hisse Senedi Sayısı} \times \text{Yeni Hisse Senedi Fiyatı})$$

* **MKK:** 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu’nun 4487 sayılı Kanun ile eklenen 10/A maddesine dayanılarak kurulan ve aynı madde hükümleri uyarınca sermaye piyasası araçları ve bunlara ilişkin hakları bilgisayar ortamında, ihraççılar, aracı kuruluşlar ve hak sahipleri itibarı ile kayden izlemekle sorumlu olan özel hukuk tüzel kişiliğini haiz bir anonim ortaklıktır.

Esas Sermaye sistemine tâbi olup, temettü ödemedi sermaye artırımı yapan şirketlerin verdiği geçici kaydî paylar Borsa'da alınıp satılmadığından yeni hisse senedine dönüşüncüye kadar, fiyatı oluşmaz. Bu nedenle, eski hisse senetlerinin fiyatı geçici kaydî paylar için de geçerli kabul edilerek, şirketin piyasa değeri buna göre hesaplanır. Endeks, kapsamında bulunan şirketlerin aynen saklamada bulunanlar hariç, MKK saklamasında bulunan hisse senetlerinin toplam piyasa değerleri ile ağırlıklı olarak hesaplanır.¹³⁰

Endeksin hesaplanmasında aşağıdaki formül kullanılır:

$$E_t = \frac{\sum_{i=1}^n F_{it} * N_{it} * H_{it}}{B_t}$$

E_t = Endeksin t zamandaki değeri

n = Endekse dahil olan hisse (şirket) sayısı

F_{it} = "i"nci hisse senedinin t zamandaki fiyatı

N_{it} = "i"nci hisse senedinin t zamandaki toplam sayısı (=Ödenmiş veya Çıkarılmış sermaye)

H_{it} = "i"nci hisse senedinin t zamandaki aynen saklamada bulunanlar hariç MKK saklamasında bulunan miktarının sermayeye göre tam sayıya yuvarlanmış oranı

B_t = Bölenin (Düzeltilmiş baz piyasa değeri) t zamandaki değeri

Endekste Düzeltme: Endeks kapsamındaki hisse senetlerinin piyasa değerleri toplamında, hisse senetlerinin fiyatlarındaki hareketler dışında bir nedenle meydana gelen değişikliklerden dolayı düşüş veya yükselme olmasını engellemek amacıyla, endeks hesaplama formülünün paydasında (Bölen değerinde) düzeltme yapılarak endeksin devamlılığı (karşılaştırılabilirliği) sağlanır.

Endeksin bölen değerinde düzeltme aşağıda gösterildiği şekilde yapılır:

¹³⁰ Kurumsal Yönetim Endeksi (Erişim) http://www.imkb.gov.tr/endeksler/kurumsal_yonetim.htm, 05.01.2008, s. 3.

$$E_t = \frac{PD_t}{B_t}$$

E_t = “t” günü endeks kapanış değeri (değişiklik öncesi)

PD_t = “t” günü endeks kapsamındaki hisselerin kapanış piyasa değeri

B_t = “t” günü bölen değeri

ΔPD = Aşağıda tanımlanan şirket faaliyetleri nedeni ile toplam piyasa değerinde meydana gelen değişiklik

B_{t+1} = t+1 gününde kullanılacak bölen değeri

E_{t+1} = Değişiklik sonrası endeks değeri

$E_t = E_{t+1}$

$$\frac{PD_t}{B_t} = \frac{PD_t + \Delta PD}{B_{t+1}}$$

$$B_{t+1} = (1 + \frac{\Delta PD}{PD_t}) * B_t$$

Endekslerde düzeltme yapılmasını gerektiren şirket faaliyetleri ve düzeltmelerin yapılma zamanları Tablo 7 ve Tablo 8’de gösterilmiştir.

Tablo 7 - Fiyat Endekslerine Göre Yapılan Düzeltmeler ve Düzeltme Zamanları

Faaliyet Türü	Düzeltilme Zamanı
Nakit karşılığı sermaye artırımı i. Rüçhan hakkı kullanılarak ii. Rüçhan hakkı kullanılmadan	Rüçhan hakkı başlama tarihi Satış işleminin bitiş tarihi
Endekslere yeni hisse alınması	Alındığı gün
Endekslerden hisse çıkarılması	Çıkarıldığı gün
MKK saklama oranının değişmesi	Dönemsel
Şirketlerin birleşmesi	Hisse dağıtım tarihi
Şirketin bölünmesi	Hisse dağıtım tarihi
Çağrı yolu ile hisse toplanması	Çağrı bitimini izleyen 3. gün

Tablo 8 - Getiri Endekslerine Göre Yapılan Düzeltmeler Ve Düzeltme Zamanları

Faaliyet Türü	Düzeltme Zamanı
Nakit karşılığı sermaye artırımı i. Rüçhan hakkı kullanılarak ii. Rüçhan hakkı kullanılmadan	Rüçhan hakkı başlama tarihi Satış işleminin bitiş tarihi
Endekslere yeni hisse alınması	Alındığı gün
Endekslerden hisse çıkarılması	Çıkarıldığı gün
MKK saklama oranının değişmesi	Dönemsel
Nakit net temettü ödemesi	Kupon kesim tarihi
Şirketlerin birleşmesi	Hisse dağıtım tarihi
Şirketin bölünmesi	Hisse dağıtım tarihi
Çağrı yolu ile hisse toplanması	Çağrı bitimini izleyen 3. gün

Tüm sayılan özellikleri ve kuralları sonucu olarak, Türk Sermaye Piyasalarının en itibarlı şirketler grubunu oluşturan İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi şirketlerinin, endeks şirketi olmakla sağladıkları prestij ve bu prestijin getirilerinden başka, doğrudan elde ettikleri bir diğer hak da, kotta ya da kayıta kalma ücret indirimidir. Kotta/kayıta kalma ücretinin tahakkuk ettirildiği tarih itibarı ile “İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi” kapsamında yer alan şirketlere “Kotta Kalma” veya “Kayıta Kalma” ücretlerinde %50 oranında indirim yapılmaktadır.

3.2.2. İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi’nin Güncel Durumu

23.08.2007 tarihinde, Kurumsal Yönetim Uyum Notu İMKB’ye bildirilen şirket sayısının 5’e ulaşmasının sonucu olarak 31.08.2007’den itibaren İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi hesaplanmaya başlamıştır. Endeksin başlangıç değeri, hesaplanmaya başlandığı günden bir gün önceki iş günü, 29.08.2007 İMKB Ulusal-100 Endeks kapanış değeri olan 48.082,17 değeridir. Daha önceki tarihlerde Kurumsal Yönetim Derecelendirme notu alarak borsaya

bildirilen Vestel Elektronik, Y&Y Gayrimenkül Yatırım Ortaklığı*, Tofaş Türk Otomobil Fabrikası ve Doğan Yayın Holding'in ardından, 23.08.2007 tarihinde aldığı 7,53'lik derecelendirme notunu Borsa'ya bildiren Türk Traktör'ün katılımının ardından dünyanın 5. Kurumsal Yönetim Endeksi hesaplanmaya başlanmıştır.

Endeks, kurumsal yönetim ölçütlerini yerine getirdiği, yetki verilmiş kuruluşlarca derecelendirildiğinden, Temmuz 2008 tarihi itibarı ile, endekste yer alan şirketlerin durumları ile ilgili açıklamalar yapılmadan önce, derecelendirme süreci ile ilgili bilgi vermek, bu tezin konusuyla doğrudan ilişkili olduğundan uygun görülmüştür.

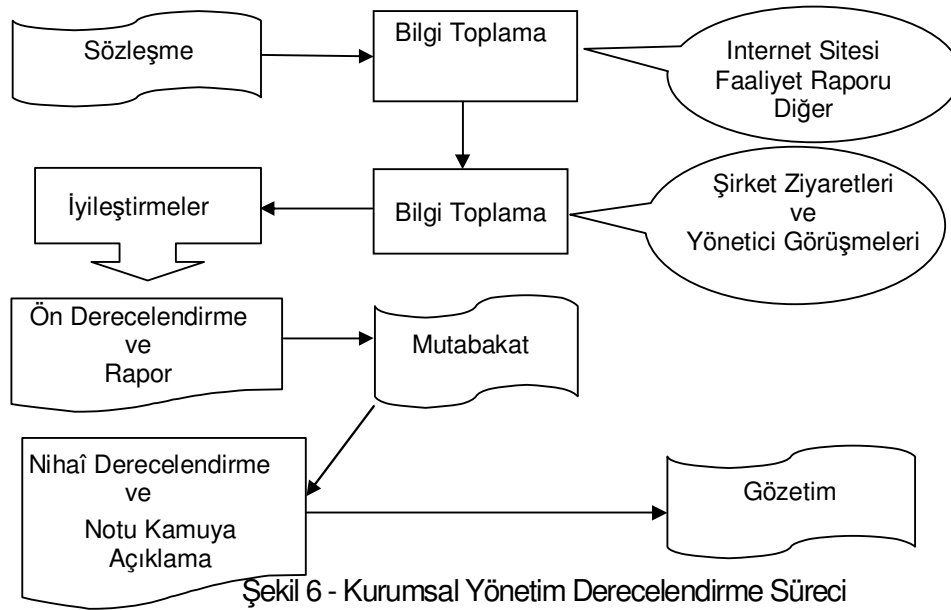
İyi kurumsal yönetim, şirketlerin varlıklarını yasal yollardan en üst düzeye çıkarırken, bu varlıkların âdil bir biçimde dağıtımını amaçlamalıdır. Kurumsal Yönetim derecelendirmesi ise, şirketlerin hissedar haklarına verdikleri önem, kamuyu aydınlatma faaliyetleri, çıkar sahipleri ile ilişkileri ve yönetim kurullarının genel kredibilitesi hakkında bir görüştür. Bu görüş, sayılan başlıklar çerçevesinde, şirketin kendi çıkarları ve mal varlığına, hissedarlarına, çıkar sahiplerine, kamuya ve çevresine karşı taşıdığı riskleri tartar.

Risklerin ölçümleri ve analizleri sonucunda ortaya çıkan tablo ise, ilgili tüm taraflar için bir risk yönetim aracı olarak, İMKB Kurumsal Yönetim Derecelendirmesini oluşturur.

Derecelendirme notu SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'nde belirtilen Pay Sahipleri, Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık, Çıkar Sahipleri ve Yönetim Kurulu başlıkları için ayrı ayrı hesaplanır ve sırası ile %25, %35, %15 ve %25 ağırlıklarla elde edilen toplam "Genel Şirket Notu" olarak ortaya çıkar.

* Yeşil İnşaat ve Rudolph Younes GYO.

Kurumsal Yönetim Derecelendirmesi, şirketten gelen derecelendirilme talebi sonucu olarak başlatıldığından, derecelendirme yetkisine sahip şirket ile yapılan sözleşme ile süreç başlar. Ardından, derecelendirme kuruluşu iki aşamalı bilgi toplama sürecine girer. Bu aşamalardan ilki, bilgilerin şirketin kamuya açıkladığı finansal raporlardan, faaliyet raporlarından ve şirket esas sözleşmesinden, İMKB'den, şirketin kendi web sitesi ve diğer kaynaklardan taranması ve incelenmesidir. İkinci aşaması ise, şirketin uygulamaları ile ilgili bilgileri doğrudan şirket içerisinden alıp derlemektir. Sürecin bunu izleyen aşaması ise, gerek varsa, şirketin kurumsal yönetim konusunda yapılması gereken iyileştirmeler konusunda bilgilendirilmesidir. Bu aşamaların sonunda bir ön derecelendirme yapılır ve durum derecelendirilme talebinde bulunmuş olan şirkete bir rapor olarak sunulur. Bu rapor üzerinde varılan mutabakatın ardından, nihai değerlendirme kamuya açıklanır. Gözetim ise, notun açıklanmasından sonra da devam eder. Bu durum, Şekil 7'de şematik olarak gösterilmiştir.¹³¹



Şekil 6 - Kurumsal Yönetim Derecelendirme Süreci

Bu derecelendirme sonucunda ortaya çıkan notların anlamı ise Tablo 9'da gösterilmiştir.¹³²

¹³¹ Saha Kurumsal Yönetim ve Derecelendirme Hizmetleri A.Ş. (Erişim) <http://www.saha rating.com>, 10.07.2007.

¹³² Saha Kurumsal Yönetim Danışmanlık, (Erişim) <http://www.saharating.com/>, 10.07.2008.

Tablo 9 - Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notlarının Anlamları

Notlar	Anlamı
9 - 10	Şirket SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne büyük ölçüde uyum sağlamış ve tüm politika ve önlemleri uygulamaya sokmuştur. Yönetim ve iç kontrol mekanizmaları etkin bir şekilde oluşturulmuş ve işlemektedir. Tüm kurumsal yönetim riskleri tespit edilmiş ve aktif bir şekilde yönetilmektedir. Pay ve çıkar sahiplerinin hakları en âdil şekilde gözetilmektedir; kamuyu aydınlatma ve şeffaflık faaliyetleri en üst düzeydedir, ve yönetim kurulunun yapı ve işleyişi en iyi uygulama kategorisindedir. Bu alanlarda hemen hemen hiçbir zaaf bulunmamaktadır. İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi'ne en üst düzeyde dahil edilmek hak edilmiştir.
7 - 8	Şirket SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne önemli ölçüde uyum sağlamış ve çoğu gerekli politika ve önlemleri uygulamaya sokmuştur. Yönetim ve iç kontrol mekanizmaları, az sayıda iyileştirmelere gerek duyulsa da etkin bir şekilde oluşturulmuş ve işlemektedir. Kurumsal yönetim risklerinin çoğunluğu tespit edilmiş ve aktif bir şekilde yönetilmektedir. Pay ve çıkar sahiplerinin hakları âdil şekilde gözetilmektedir; kamuyu aydınlatma ve şeffaflık faaliyetleri üst düzeydedir, ve yönetim kurulunun yapı ve işleyişi sağlam temellere dayandırılmıştır. Çok büyük riskler teşkil etmese de, bu alanların biri veya birkaçında bazı iyileştirmeler gereklidir. İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi'ne üst düzeyde dahil edilmek hak edilmiştir.
6	Şirket SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne orta derecede uyum sağlamış ve gerekli politika ve önlemlerin bir kısmını uygulamaya sokmuştur. Yönetim ve iç kontrol mekanizmaları, orta derecede oluşturulmuş ve işlemekte, ancak iyileştirmelere gerek vardır. Kurumsal yönetim risklerinin bir kısmı tespit edilmiş ve aktif bir şekilde yönetilmektedir. İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi'ne dahil edilmek hak edilmiş ve ulusal standartlara uyum sağlanmıştır ancak uluslararası platformlarda bu standartların gerisinde kalınabilir. Pay sahipleri; çıkar sahipleri; kamuyu aydınlatma ve şeffaflık; ve yönetim kurulu alanlarının bazılarında iyileştirmeler gerekmektedir.
4 - 5	Şirket SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne gereken asgarî derecede uyum sağlamış ve gerekli politika ve önlemlerin standartların altında bir kısmını uygulamaya sokmuştur. Yönetim ve iç kontrol mekanizmaları, gereken asgarî derecede oluşturulmuş, ancak tam etkin bir şekilde işlememektedir. Kurumsal yönetim riskleri tamamen tespit edilmemiş ve aktif bir şekilde yönetilmemektedir. Pay sahipleri; çıkar sahipleri; kamuyu aydınlatma ve şeffaflık; ve yönetim kurulu alanlarının bazılarında veya hepsinde önemli iyileştirmeler gerekmektedir.
<4	Şirket SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne uyum sağlamamıştır ve gerekli politika ve önlemleri zayıftır. Yönetim ve iç kontrol mekanizmaları, gerekli etkinlikte oluşturulmamıştır. Önemli kurumsal yönetim riskleri mevcut olup bu riskler aktif bir şekilde yönetilmemekte ve şirket kurumsal yönetim ilkelerine duyarlı değildir. Pay sahipleri; çıkar sahipleri; kamuyu aydınlatma ve şeffaflık; ve yönetim kurulu alanlarının hepsinde önemli zaaf vardır. Yatırımcı güveni zedelenebilir ve maddî zararlar oluşabilir.

Sayılan tüm bu aşamalar sonrasında, SPK tarafından yetki verilmiş olan bir derecelendirme kuruluşundan, Kurumsal Yönetim Derecelendirme-sinde 6 ve üzeri not alarak hisse senetleri İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi'ne giren şirketler, derecelendirme notları, notun yayınlanma tarihleri

ve yetkili derecelendirme kuruluşlarını Temmuz 2008 tarihi itibarı ile gösterir Tablo 10 aşağıdadır:

Tablo 10 - İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Şirketleri

Şirket Adı	Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu	Notun Yayın Tarihi	Derecelendirme Şirketi
Doğan Yayın Holding	8,59	01.08.2007	ISS Corporate Services*
Hürriyet Gazetecilik ve Matbaacılık A.Ş.	7,96	24.09.2007	ISS Corporate Services
Otokar Otobüs Karoseri Sanayi A.Ş.	7,94	20.03.2008	Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş.
Şekerbank Türk Anonim Şirketi	7,02	29.02.2008	ISS Corporate Services
TOFAŞ Türk Otomotiv Fabrikası A.Ş.	7,74	28.11.2007 (Revize)	Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş.
TÜPRAŞ Türkiye Petrolleri A.Ş.	7,91	08.10.2007	Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş.
TÜRK Traktör ve Ziraat Makineleri A.Ş.	7,52	23.08.2007	Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş.
Vestel Elektronik A.Ş.	8,25	27.02.2008	ISS Corporate Services
Y&Y Gayrimenkül Yatırım Ortaklığı	8,16	18.04.2008 (Revize)	ISS Corporate Services
Dentaş Ambalaj ve Kağıt Sanayi A. Ş.	7,08	12.05.2008	Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş.
Anadolu Efes Biracılık ve Malt Sanayi A.Ş.	8,1	12.06.2008	Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş.
Asya Katılım Bankası	7,56	04.07.2008	Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş.

Bu on iki şirketin hisse senetlerinden oluşan İMKB Kurumsal Yönetim Getiri Endeksi'nin değeri, 9 Temmuz 2008 tarihi itibarı ile 36 430,72'dir. Yapılan tarama sırasında İş Bankası'nın da Core Ratings'ten Kurumsal Yönetim Derecelendirmesi'nde 10 üzerinden 9 aldığı görülmüştür. Ancak, Core Ratings SPK tarafından kurumsal yönetim derecelendirmesi

* ISS Corporate Services, SPK tarafından Kurumsal Yönetim Derecelendirmesi yapılması konusunda yetkili kılınmış RiskMetrics Group Inc.'nin sermayesinin %100'üne sahip olduğu şirkettir.

gerçekleştirmek üzere yetkili kılınmadığından, İş Bankası hisse senetleri İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer almamaktadır.

3.3. KURUMSAL YÖNETİMİN TÜRKİYE SERMAYE PİYASALARINDAKİ ETKİLERİNİN ÖLÇÜMÜNE YÖNELİK BİR UYGULAMA: İMKB ÖRNEĞİ

3.3.1. Araştırmanın Amacı ve Önemi

Son yıllarda finansal etkileri nedeniyle, tüm dünyada şirketlerin faaliyetleriyle ilişkili tüm taraflarca önemli bir yönetsel unsur olarak değerlendirilen Kurumsal Yönetim uygulamalarının, sermaye piyasalarında ölçülebilir etkilerine yönelik birçok araştırma yapılmıştır. Tez çalışmasının ikinci bölümünde belli başlıları derlenip özetlenen çalışmalardan farklı olarak bu uygulama, Türkiye'de kurumsal yönetim uygulamalarının piyasa faktörleri tarafından nasıl algılandığını, temel gösterge olarak seçilen İMKBKY Endeksi'nin, seçilen diğer temel üç endeksin getirileri ile karşılaştırılması ve endeksler arasında istatistiksel olarak anlamlı ilişkiler kurulması esasına dayalıdır.

Bu araştırma ile varılmak istenilen sonuç, kurumsal yönetim uygulamalarını SPK tarafından belirlenen asgari ölçülerde uygulayan ve bu nedenle endekse alınan halka açık Türk şirketlerinin oluşturduğu İMKBKY endeksinin, araştırmada karşılaştırılan diğer endekslerle ilişkisinin yönünü ve şiddetini tayin etmek, böylece İMKBKY Endeksine yapılacak bir yatırım için gösterge endekslerin hangileri olabileceğini tespit etmektir.

Bunun için halka açık tüm şirketleri temsil eden İMKBTÜM, en büyük piyasa kapitalizasyonuna sahip 100 halka açık şirketin oluşturduğu ve gerek yerli gerekse yabancı piyasalarda İMKB'nin genel trendi hakkında bilgi vermek üzere sıklıkla tercih edilen İMKB100 ve en büyük piyasa kapitalizasyonuna sahip şirketlerin oluşturduğu İMKB30 endeksi getirileri,

İMKBKY endeks getirileri ile karşılaştırılmıştır. 165 gözleme dayalı bir analiz sonucunda, İMKBKY endeks getirileri ve sayılan diğer endeks getirileri arasında istatistiksel olarak anlamlı ilişkiler kurulmaya çalışılmış ve yorumlanmıştır.

Araştırma, bu konuda Türkiye’de yapılan benzer bir araştırma olmaması ve Türk sermaye piyasaları için çok yeni olan İMKBKY’nin genel eğilimini karşılaştırmalı verilere dayalı olarak ifade etmesi nedeniyle önemlidir.

3.3.2. Araştırmanın Kapsamı

Araştırmanın amacına yönelik olarak, İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi’nin performans analizini gerçekleştirmek üzere, endeksin hesaplanmaya başlandığı 31.08.2007 tarihinden başlayarak 30.04.2008 tarihi dahil olan dönem için değerlendirme yapılmıştır. Bu değerlendirme için doğrudan getiriyi ölçebilmek amacıyla, İMKB Aylık Bültenleri içerisinde yer alan Getiri Endeksi bölümlerinden yararlanılmıştır. Ölçümün mantıksal bir çerçevede kıyaslamaya olanak verir nitelikte olması için ise, yine aynı kaynaktan elde edilen İMKB Ulusal 30, İMKB Ulusal 100 ve borsada işlem gören tüm hisse senetleri ile karşılaştırma yapabilmek için İMKB TÜM Endeks verileri için de dönemsel getiri performansı ölçümü yapılmış ve karşılaştırılmıştır. Ölçüm ve karşılaştırmaları gerçekleştirmek için seçilen dönemde üç aylık, aylık ya da haftalık gözlemlerin istatistikî olarak yeterli sayıda gözlem yapılmasına olanak vermeyeceği düşüncesi ile, söz konusu endekslerin Getiri Endeksleri, 31.08.2007-30.04.2008 tarihleri arasında İMKB’nin işleme açık olduğu 165 işlem günü için elde edilmiştir.

3.3.3. Araştırmada Kullanılan Yöntemler

Çalışmada İMKBKY Endeksi ile araştırmaya konu diğer üç endeks arasında getiriye dayalı ilişkiler gözlemlere dayalı olarak ortaya konmuştur. Bu incelemeleri yaparken öncelikle İMKBKY, İMKB30, İMKB100 ve İMKBTÜM endeksleri için ayrı ayrı dönemsel getiri hesaplamaları yapılmıştır.

Getiri analizi ve kıyaslaması yapılan endeksleri oluşturan şirketlerin bazılarının, söz konusu endekslerin bazıları içerisinde belirli ağırlıklar ile yer almaları nedeni ile, elde edilen sonuçların nedensel olup olmadıkları araştırılmıştır.

Bunun için, öncelikle endekslerin her birinin İMKBKY Endeksi ve birbirleri ile korelasyonları hesaplandı. Bir değişkene ilişkin bir özellik ile, bir başka değişkene ilişkin özellik arasındaki ilişkiyi ölçen korelasyon, şöyle tanımlanabilir: Veri grubunun dağılımı doğrusal bir fonksiyon özelliği gösteriyor ise, korelasyon, verilerin bu doğrudan ne kadar uzakta olduğunu ifade eder. Korelasyon katsayısı +1 ile -1 arasında bir değerdedir ve ilişkinin güçlülüğü +1 ya da -1'e yakınlığıyla derecelendirilir.

$$-1 \leq R_{xy} \leq +1$$

$R_{xy} > 0 \Rightarrow$ değişkenler arasında aynı yönde ilişki vardır.

$R_{xy} = 0 \Rightarrow$ değişkenler arasında ilişki yoktur.

$R_{xy} < 0 \Rightarrow$ değişkenler arasında ters yönlü ilişki vardır.

Getiri kıyaslaması yapılarak incelenen dört endeksin 165 günlük gözlemlerine göre elde edilen değişkenlerin ortalama, ortanca, standart sapma, çarpıklık, basıklık gibi temel istatistik değerleri hesaplandı ve değişkenlerin dağılımları tespit edildi. Granger Nedensellik testi için ikili gruplar oluşturuldu. “ h_0 ” hipotezi nedenselliği reddeden, “ h_1 ” hipotezi nedenselliği kabul eden hipotezler olarak benimsendi.

İki değişken arasındaki neden sonuç ilişkisinin yönünün ampirik olarak test edilebilmesi için bir nedensellik testi uygulanması gerektiğinden, bir sonraki aşamadaki uygulama yöntemi olarak Granger Nedensellik Testi tercih edildi. Uygulama dönemi olarak seçilen 31.08.2007-30.04.2008 tarih aralığı için İMKB'nin işleme açık olduğu 165 günlük gözlem verileri EViews 5.1 Ekonometri Programı kullanılarak Granger Nedensellik Testine göre analiz edildi.

Bunu gerçekleştirmek üzere, İMKBKY Endeksi ile İMKBTÜM, İMKB30 ve İMKB100 endeksleri arasındaki ilişkiler ikili gruplar halinde (örneğin, İMKB100-İMKBKY, vb.) incelenerek her bir ikili grup için nedensellik ilişkisi araştırıldı.

İncelemenin bir sonraki aşaması ise, Granger Nedensellik Testi sonuçlarından elde edilen bulgular doğrultusunda, İMKBKY, İMKB30, İMKB100 ve İMKBTÜM endeksleri arasındaki ilişkileri matematiksel olarak ifade eden regresyon modelini oluşturmak oldu. Buradaki amaç, elimizde bir bağımlı ve bir bağımsız değişken var iken, bu iki değişken arasındaki ilişkiyi belirleyerek modeli oluşturmaktır. Kurumsal Yönetim uygulamalarının İMKB ve piyasa tarafından nasıl algılandığının en objektif göstergesi olarak kabul edilen İMKBKY Endeksi'nin uygulamaya konu her bir endeks ile ilişkisini tek tek göstermek için,

$$y_t = \beta_0 + \beta_1 x_t + \varepsilon_t \quad \Rightarrow \quad y = b + ax + \varepsilon$$

şeklinde ifade edilen, Tek Değişkenli Regresyon Analizi denklemi kullanıldı.

Denklemden:

$a \Rightarrow$ x bağımsız değişkeninde bir birimlik değişim olduğunda, y bağımlı değişkeninde oluşacak değişimi (bir başka anlatım ile regresyon doğrusunun eğimini);

$b \Rightarrow$ regresyon doğrusunun y eksenini kestiği noktayı;

$\varepsilon \Rightarrow$ hata terimini (gözlenen y değeri ile tahmin edilen y değeri arasındaki farkı) ifade etmektedirler.¹³³

Regresyon doğrusunun belirlenmesi için gerekli a ve b değerlerinin tespiti için ise “En Küçük Kareler” yöntemi kullanıldı. En küçük kareler yöntemi, birbirine bağlı olarak değişen iki büyüklük arasındaki matematiksel bağıntıyı olabildiğince gerçeğe uygun bir denklem olarak yazmak için kullanılan standart bir regresyon yöntemidir. Yukarıda belirtilen denklemdeki a ve b katsayılarını belirlemek üzere yaptığımız 165 gözlemden elde ettiğimiz (x_i, y_i) çiftlerini, bir kartezyen düzlem üzerinde, bu çiftlere karşılık gelen noktalara tek tek yerleştirir isek, kabaca düz bir çizgi üzerinde yayılmış bir noktalar bulutu elde ederiz. En küçük kareler yöntemi, bu oluşturulmak istenilen doğruyu bulmak için, denklemin verdiği (teorik) y değerleri ile ölçümlerin verdiği (gerçek) y değerleri arasındaki farkların karelerinin toplamını küçültme fikrine dayanır. Bu yöntem, denklemdeki a ve b sayılarını, söz konusu kareler toplamını en küçük yapacak biçimde seçer ve adını da buradan alır.

Bunların ardından, oluşturulan regresyon modellerinin bağımlı değişkeni ifade etmede anlamlılık düzeylerini belirlemek üzere bir dizi testler yapılmıştır. Bunlar:

- t testleri
- F testleri
- Otokorelasyon (Durbin-Watson) Testi
- R^2 (Belirleme Katsayısı)’dır.

Regresyon modelinin istatistikî olarak anlamlı olabilmesi için hem t, hem de F testinin anlamlı olması gerekmektedir. Hem t, hem de F testinde P (anlamlılık) düzeyi, oluşturulan regresyon denkleminin ekonometrik olarak

¹³³ Figen Ayıkoğlu Zaif, **Muhasebe Verilerine Dayalı Risk Ölçümü**, Gazi Kitabevi, Ankara, Ocak 2007, s. 57.

anlamlılığı hakkında bilgi vermektedir. Bu ölçümleri yapabilmek için, uygulamada t ve F testleri için hipotezler belirlenmiştir. Bunlar sırası ile şu biçimde formüle edilmişlerdir:

t testi için:

$$H_0 = a_1 = 0$$

$$H_1 = a_1 \neq 0$$

$$P(\text{anlamlılık}) < \alpha (0,05) \text{ ise } H_1 \text{ kabul edilir}$$

F testi için:

$$H_0 = a_1 = a_2 = a_3 \dots a_k = 0$$

$$H_1 = a_1 \neq a_2 \neq a_3 \dots a_k \neq 0$$

$$P(\text{anlamlılık}) < \alpha (0,05) \text{ ise } H_1 \text{ kabul edilir}$$

Regresyon modelinde otokorelasyon olup olmadığını belirlemek üzere uygulamada kullanılan bir diğer test “Durbin-Watson” testidir. Bu test, regresyon modelinde birbirini izleyen hata terimlerinin birbirlerinden bağımsız olmamaları durumu olan otokorelasyonu sınar. Otokorelasyon doğrusal regresyon modelinin önemli bir varsayımından sapmadır. Genel doğrusal regresyon modelinde varsayım gereği, hata terimleri arasında bir ilişki olmadığı kabul edilir. Oysa pratikte bu varsayım bazen çiğnenmekte ve hata terimleri arasında ilişki saptanmaktadır.

Matematiksel olarak otokorelasyon olmaması, i ve j zaman noktalarındaki rastsal u hatalarının arasındaki kovaryansın 0’a eşit olması olarak gösterilir.

$$\text{Kov}(u_i u_j) = E\{[u_i - E(u_i)][u_j - E(u_j)]\} = E(u_i u_j) = 0$$

Uygulama kapsamında oluşturulan doğrusal regresyon denklemlerinde otokorelasyon olup olmadığını bulmak üzere yararlandığımız Durbin-Watson testi şu dört aşamada uygulanır:

1. Aşama: Hipotezlerin Kurulması

$$H_0 = P = 0 \text{ (otokorelasyon yoktur)}$$

$H_1 = P \neq 0$ (otokorelasyon vardır)

2. Aşama: Tablo Değerlerinin Bulunması

Bu aşamada, seçilen bir anlamlılık düzeyi ile gözlem sayısı ve açıklayıcı değişken sayısına göre, Durbin-Watson tablosundan d istatistiğinin alt (d_L) ve üst (d_U) sınırları bulunur.

3. Aşama: Kritik Oran d İstatistiğinin Hesaplanması

$$d = \frac{\sum_{t=2}^T (e_t - e_{t-1})^2}{\sum_{t=1}^T e_t^2}$$

4. Aşama: Karşılaştırma ve Karar Aşaması

Bu aşamada, ikinci aşamada bulunan tablo değerleri ile üçüncü aşamada hesaplanan d istatistiği karşılaştırılarak otokorelasyonun varlığı konusunda bir sonuca ulaşılır. Karar vermede şu eşitsizlikler kullanılmaktadır:

- $0 < d < d_L$ ise pozitif otokorelasyon vardır
- $d_L \leq d \leq d_U$ ise karar verilememektedir
- $d_U \leq d \leq 4 - d_U$ ise otokorelasyon yoktur
- $4 - d_U \leq d \leq 4 - d_L$ ise karar verilememektedir
- $4 - d_L \leq d \leq 4$ ise negatif otokorelasyon vardır

Otokorelasyon testi, mevcut verilerin analizi sonucunda, bu sonuçlara dayanarak geleceğe yönelik bir tahmin yapmanın olası olup olmadığını sınar.

Regresyon modelinde bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkendeki değişimin ne kadarını açıkladığını ölçmek için R^2 Belirleme Katsayısı kullanılmıştır. Bu katsayının değeri, bağımlı değişkenin bağımsız değişkenlerce açıklanma derecesidir.¹³⁴

Tüm bu yöntemler ışığında, 165 gözlemden yararlanılarak, *Kurumsal Yönetim Uygulamalarını belirli bir standardın üzerinde gerçekleştiren şirketlerin oluşturduğu İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi'nin*, hesaplamalarda kullandığımız *İMKB TUM, İMKB100 ve İMKB30 Endeksleri ile getiri ilişkisi ve*

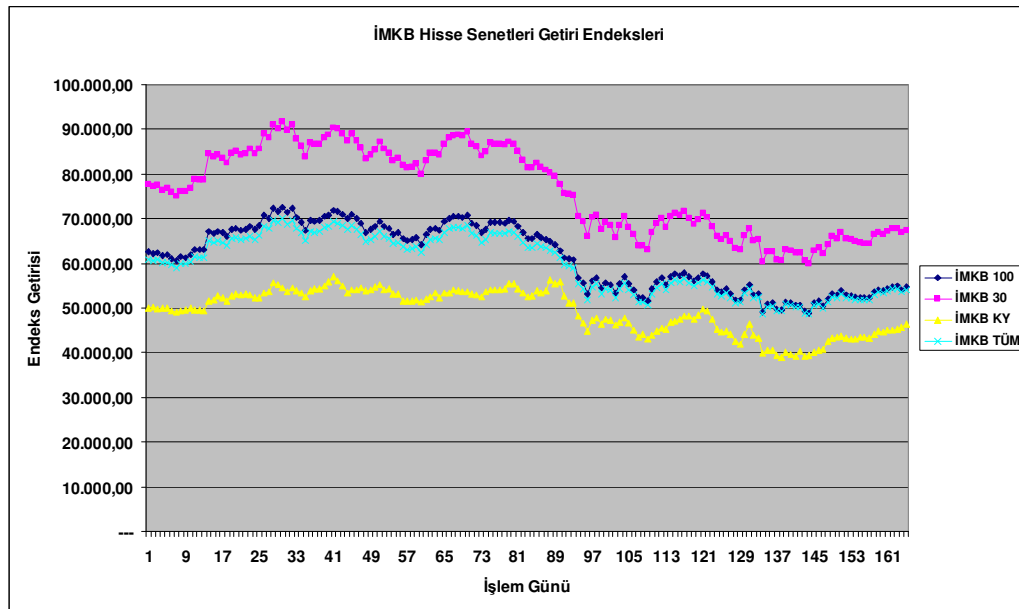
¹³⁴ ZAFİF, a.g.e., s. 146.

İMKBKY Endeksi'ne yatırım yapıldığında, incelenen hangi endeks yada endekslerin gösterge endeks olarak takip edilmesi gerektiği araştırılmıştır.

3.3.4. Araştırmanın Sonuçları

Yapılan araştırmanın sonuçlarını aşağıdaki gibi özetlemek mümkündür:

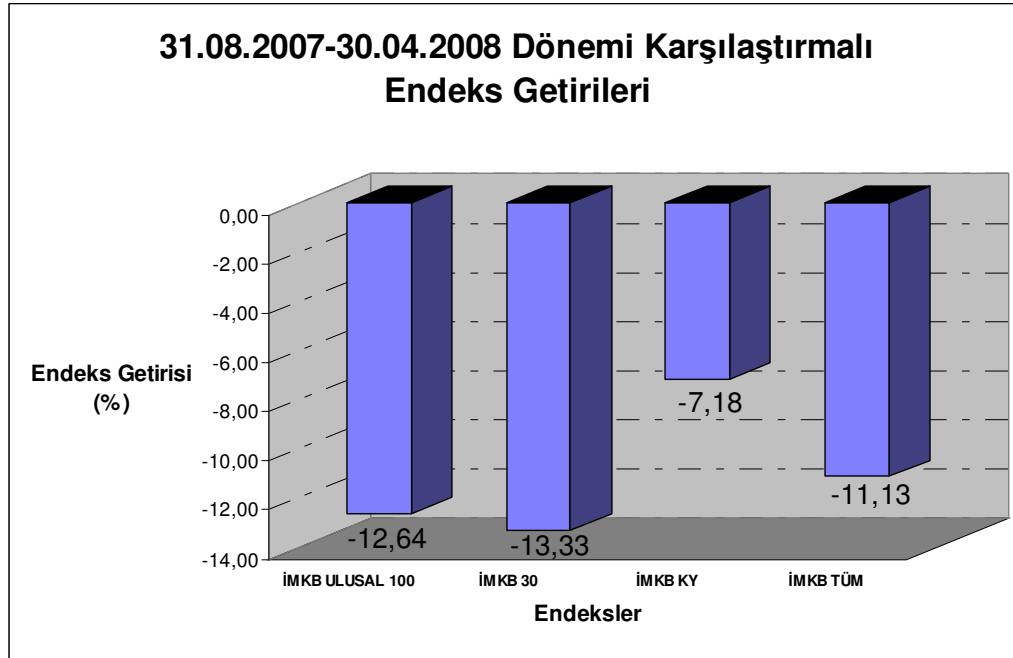
165 gözlemin yapıldığı 31.08.2007-30.04.2008 tarih aralığı için İMKB TÖM, İMKB100, İMKB30 ve İMKBKY Endeksleri Getiri değerleri Ek-4'de sunulmuştur. Söz konusu dönem için bu endekslerin trendini gösteren grafik Şekil 7'dedir.



Şekil 7 - İMKB Hisse Senetleri Getiri Endeksleri

Genel piyasa koşulları nedeni ile, dönem boyunca tüm endekslerde görülen düşüş eğilimi İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi'nde de gözlenmektedir. Uygulama için seçilen başlangıç tarihi olan 31.08.2007 gözlemi ve son gözlem tarihi olan 30.04.2008 gözlemi esas alınarak

endeksler için düşüş yüzdeleri hesaplanmış ve grafik haline getirilmiş, Şekil 8'de sunulmuştur.



Şekil 8 - 31.08.2007-30.04.2008 Dönemi Karşılaştırmalı Endeks
Getirileri

Şekil 8'de da görüldüğü gibi, söz konusu dönem sonunda, başlangıç değerine göre en az kayıp İMKBKY Endeksi'ndedir. Ancak bu hesaplama iki spesifik tarih alınarak yapıldığı ve geriye kalan 163 gözlemi içermediğinden Kurumsal Yönetimin uygulandığı şirketlerin oluşturduğu İMKBKY Endeksi'nin getirisinin İMKB30, İMKB100 ve İMKBTÜM getirileriyle ilişkilendirmek için yetersizdir. Bu hesaplamalardaki temel amaç İMKBKY Endeksi'ni incelenen diğer endeksler türünden tanımlayacak ve kıyaslama yapmaya olanak verecek regresyon denklemlerine ulaşmak idi. Alınan sonuçlar şu şekilde açıklanabilir:

Tablo 11 - Korelasyon Tablosu

Toplam Gözlem Sayısı: 165

	LİMKBTÜM	LİMKB100	LİMKB30	LİMKBKY
LİMKBTÜM	1	0,9997	0,999	0,958
LİMKB100	1,000	1	0,999	0,961
LİMKB30	0,999	0,999	1	0,957
LİMKBKY	0,958	0,961	0,957	1

Tablo 12 - Temel İstatistik Değerleri

	LİMKBTÜM	LİMKB100	LİMKB30	LİMKBKY
Ortalama	10,992	11,017	11,233	10,799
Ortanca	11,011	11,039	11,255	10,819
En Büyük	11,155	11,193	11,427	10,952
En Küçük	10,790	10,797	11,001	10,570
Standart Sapma	0,111	0,120	0,128	0,103
Çarpıklık	-0,175	-0,191	-0,177	-0,581
Basıklık	1,486	1,506	1,507	2,150
Jarque-Bera	16,59	16,36	16,19	14,24
Anlamlılık (P)	0,000	0,000	0,000	0,001
Gözlem Sayısı	165	165	165	165

 H_0 = Değişkenler Normal Dağılmıştır H_1 = Değişkenler Normal Dağılmamıştır

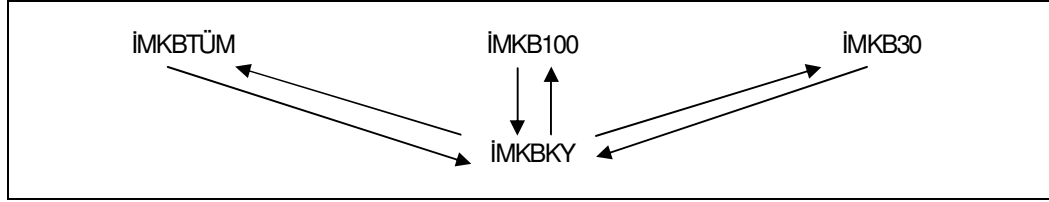
Temel istatistik değerleri hesaplandıktan sonra, bu değerlere göre gözlemlerin dağılımlarına bakılmıştır. Anlamlılık (P) < alfa (0,05) olduğundan, değişkenlerin normal dağılmadıklarını öneren H_1 hipotezi kabul edilmiştir.

Değişkenler arasında görülen yüksek korelasyon, değişkenlerin birbirini ikame edebileceklerini göstermektedir. Bu nedenle, İMKBTÜM, İMKB100, İMKB30 ve İMKBKY Endeksi getirilerinden oluşturulan değişkenler arasındaki ilişkilerin nedensel olup olmadıklarını belirlemek üzere, regresyon denklemlerinin oluşturulmalarından önce, değişkenlere Granger Nedensellik testi uygulanmış ve aşağıdaki sonuçlara ulaşılmıştır:

Tablo 13 - Granger Nedensellik Testi

Boş Hipotez	Gözlem Sayısı	F İstatistiği	Anlamlılık (P)
LİMKBTÜM değişkeni LİMKBKY'nin Granger nedeni değildir	163	5,299	0,006
LİMKBKY değişkeni LİMKBTÜM'ün Granger nedeni değildir		3,060	0,048
LİMKB100 değişkeni LİMKBKY'nin Granger nedeni değildir	163	5,703	0,004
LİMKBKY değişkeni LİMKB100'ün Granger nedeni değildir		3,377	0,037
LİMKB30 değişkeni LİMKBKY'nin Granger nedeni değildir	163	5,697	0,004
LİMKBKY değişkeni LİMKB30'un Granger nedeni değildir		3,325	0,039

Anlamlılık (P) < alfa (0,05) olduğu için H_1 hipotezi kabul edilmiştir. Değişkenler birbirlerinin Granger nedenidir. Elde edilen bulgulara göre karşılıklı nedensellik ilişkisini aşağıda görüldüğü gibi şematize etmek mümkündür:



Şekil 9 – İMKBKY ve İMKB30, 100 ve TÜM Endeksleri Arasındaki Karşılıklı Nedensellik İlişkisi

Granger nedensellik testi sonuçlarına göre, karşılıklı ilişkili olduğu belirlenen değişkenler için regresyon modeli yapılandırılırken, İMKBKY Endeksi'nin bağımlı ve bağımsız değişken olarak belirlendiği denklem çiftleri oluşturulmuştur. Bu regresyon denklemleri ve analiz sonuçları şöyledir:

İMKBTÜM-İMKBKY ilişkisini Gösteren Regresyon Analizi Sonuçları
İMKBKY'nin bağımsız değişken olduğu durum için:

$$\begin{array}{ll} \text{Regresyon} & y = \text{İMKBTÜM} \\ \text{Denklemi} & x = \text{İMKBKY} \end{array} \quad \Rightarrow \quad y = -3461,81 + 1,28x$$

Tablo 14 - İMKBTÜM-İMKBKY ilişkisini Gösteren Regresyon Analizi Sonuçları (1)

Bağımsız değişken İMKBKY
Bağımlı değişken İMKBTÜM

Yöntem: En Küçük Kareler				
Örnekleme: 1 165				
İçerilen gözlem sayısı: 165				
Değişken	Katsayı	Standart Hata	t-İstatistiği	Anlamlılık
C	-3461,811	1510,526	-2,291791	0,0232
İMKBKY	1,283785	0,030532	42,04707	0,000
R^2	0,915586	F-İstatistiği		1767,956
Düzeltilmiş R^2	0,915068	Anlamlılık (F-İst.)		0,000
Durbin-Watson durumu	0,15999			

Durbin-Watson katsayısının 0,1599 çıkması otokorelasyon durumunun varlığına işaret eder. Ancak bu durum çalışmanın amacıyla ters düşmemektedir, zira otokorelasyon mevcut sonuçlar ışığında geleceğe yönelik bir öngörü yapmanın olası olup olmadığını sınamaktadır. Uygulamadaki amacımız öngörü yapmak değil, endeksler arasındaki ilişkinin şiddetini belirlemek ve İMKBKY'nin 165 gözleme dayalı performansını analiz etmektir. F testinin P değerinin 0,05'den küçük olması modelin anlamlı olduğunu göstermektedir. Regresyon analizi ile oluşturulan bu model İMKBTÜM-İMKBKY ilişkisinin %91,5'ini açıklama gücüne sahiptir.

İMKBTÜM'ün bağımsız değişken olduğu durum için:

$$\begin{array}{lcl} \text{Regresyon} & y = \text{İMKBKY} & \\ \text{Denklemi} & x = \text{İMKBTÜM} & \Rightarrow y = 6624,79 + 0,71x \end{array}$$

Tablo 15 - İMKBTÜM-İMKBKY ilişkisini Gösteren Regresyon Analizi

Sonuçları (2)

Bağımsız değişken İMKBTÜM
Bağımlı değişken İMKBKY

Yöntem: En Küçük Kareler				
Örneklem:1 165				
İçerilen gözlem sayısı:165				
Değişken	Katsayı	Standart Hata	t-İstatistiği	Anlamlılık
C	8824,79	1019,393	6,486764	0
İMKBTUM	0,71	0,016962	42,04707	0
R ²	0,915586	F-İstatistiği		1767,956
Düzeltilmiş R ²	0,915068	Anlamlılık (F-İst.)		0,000
Durbin-Watson durumu	0,172184			

Karşılıklı nedensellik durumundan ötürü çiftler halinde hazırlanan İMKBTÜM-İMKBKY ilişkisini gösterir regresyon denklemlerinden yukarıdaki denklem çifti için analiz sonuçları, ilişkinin %91,55'ini açıklamaktadır. F ve t testleri P anlamlılık düzeylerine göre istatistikî olarak anlamlıdır.

İMKB100-İMKBKY ilişkisini Gösteren Regresyon Analizi Sonuçları
İMKBKY'nin bağımsız değişken olduğu durum için:

Regresyon Denklemi $x = \text{İMKB100}$
 $y = \text{İMKBKY}$ $\Rightarrow y = -8740,84 + 1,42x$

Tablo 16- İMKB100-İMKBKY ilişkisini Gösteren Regresyon Analizi Sonuçları (1)

Bağımsız değişken İMKBKY
 Bağımlı değişken İMKB100

Yöntem: En Küçük Kareler				
Örnekleme:1 165				
İçerilen gözlem sayısı:165				
Değişken	Katsayı	Standart Hata	t-İstatistiği	Anlamlılık
C	-8740,84	1632,753	-5,353437	0
İMKBKY	1,423088	0,033003	43,12042	0
R^2	0,919402	F-İstatistiği		1859,371
Düzeltilmiş R^2	0,918407	Anlamlılık (F-İst.)		0
Durbin-Watson durumu	0,168284			

Oluşturulan bu model İMKB100-İMKBKY ilişkisini %91,94 oranında açıklamakta olup, F ve t testlerine göre de anlamlıdır.

İMKB100'ün bağımsız değişken olduğu durum için:

Regresyon Denklemi $y = \text{İMKBKY}$
 $x = \text{İMKB100}$ $\Rightarrow y = 9615,11 + 0,64x$

Tablo 17 - İMKB100-İMKBKY ilişkisini Gösteren Regresyon Analizi Sonuçları (2)

Bağımsız değişken İMKB100
 Bağımlı değişken İMKBKY

Yöntem: En Küçük Kareler				
Örnekleme:1 165				
İçerilen gözlem sayısı:165				
Değişken	Katsayı	Standart Hata	t-İstatistiği	Anlamlılık
C	9615,116	925,1404	10,39314	0
İMKB100	0,646061	0,014983	43,12042	0
R^2	0,919402	F-İstatistiği		1859,371
Düzeltilmiş R^2	0,918907	Anlamlılık (F-İst.)		0
Durbin-Watson durumu	0,181693			

F ve *t* testlerine göre anlamlı olan model, İMKB100-İMKBY ilişkisini %91,94 düzeyinde açıklayabilmektedir.

İMKB30-İMKBY ilişkisini Gösteren Regresyon Analizi Sonuçları
İMKBY'nin bağımsız değişken olduğu durum için:

$$\begin{array}{ll} \text{Regresyon} & x = \text{İMKB30} \\ \text{Denklemleri} & y = \text{İMKBY} \end{array} \quad \Rightarrow \quad y = -16102,41 + 1,87x$$

Tablo 18 - İMKB30-İMKBY ilişkisini Gösteren Regresyon Analizi Sonuçları (1)

Bağımsız değişken İMKBY
Bağımlı değişken İMKB30

Yöntem: En Küçük Kareler				
Örneklem:1 165				
İçerilen gözlem sayısı:165				
Değişken	Katsayı	Standart Hata	t-İstatistiği	Anlamlılık
C	-16102,41	2276,475	-7,073396	0
İMKBY	1,875446	0,046014	40,75804	0
R ²	0,910647	F-İstatistiği		1661,218
Düzeltilmiş R ²	0,910098	Anlamlılık (F-İst.)		0
Durbin-Watson durumu	0,162531			

Model İMKB30-İMKBY ilişkisini %91,06 oranında açıklamakta olup, F ve *t* testlerine göre de anlamlıdır.

İMKB30'ün bağımsız değişken olduğu durum için:

$$\begin{array}{ll} \text{Regresyon} & y = \text{İMKBY} \\ \text{Denklemleri} & x = \text{İMKB30} \end{array} \quad \Rightarrow \quad y = 12217,75 + 0,48x$$

Tablo 19 - İMKB30-İMKBKY İlişkisini Gösteren Regresyon Analizi

Sonuçları (2)

Bağımsız değişken İMKB30
Bağımlı değişken İMKBKY

Yöntem: En Küçük Kareler				
Örneklem: 1 165				
İçerilen gözlem sayısı:165				
Değişken	Katsayı	Standart Hata	t-İstatistiği	Anlamlılık
C	12217,75	915,3104	13,3482	0
İMKB30	0,485563	0,011913	40,75804	0
R ²	0,910647	F-İstatistiği		1661,218
Düzeltilmiş R ²	0,910098	Anlamlılık (F-İst.)		0
Durbin-Watson durumu	0,174741			

F ve t testlerine göre anlamlı olan model, İMKB30-İMKBKY ilişkisini %91,06 düzeyinde açıklayabilmektedir.

Elde edilen tüm bulgular doğrultusunda, denklem çiftlerinin İMKBKY Endeksi'nin bağımsız değişken ve bağımlı değişken olarak kabul edildiği durumlar için yorumu şöyle yapılabilir:

x = Bağımsız Değişken = İMKBKY

y = Bağımlı Değişken = İMKBTUM $\Rightarrow y = -3461,81 + 1,28x$

y = Bağımlı Değişken = İMKB100 $\Rightarrow y = -8740,84 + 1,42x$

y = Bağımlı Değişken = İMKB30 $\Rightarrow y = -16102,41 + 1,87x$

- İMKBTÜM Endeksi 1 puan arttığında, İMKBKY Endeksi'nde 0,71 puan artış;
- İMKB100 Endeksi 1 puan arttığında, İMKBKY Endeksi'nde 0,64 puan artış;
- İMKB30 Endeksi 1 puan arttığında, İMKBKY Endeksi'nde 0,48 puan artış

gözlenmektedir.

Yatırımını İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi'ne yapan bir yatırımcının, bu dönem için gösterge endeks olarak İMKB TİM'ü kabul etmesi mantıklıdır. Bu bakış açısıyla, İMKB TİM Endeksi ile İMKBKY Endeksi arasındaki ilişkinin incelenen diğer endekslere göre kuvvetli çıkmasının nedenini açıklayabilmek için, İMKBKY Endeksi'nde 30.04.2008 tarihi itibarı ile yer alan şirketlerin, araştırmaya konu diğer hangi endekslerde de yer aldığını incelemek uygundur. Bu incelemeyi yapmak üzere hazırlanan Tablo 20 aşağıda sunulmuştur.

Tablo 20 - İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Şirketlerinin İçinde Yer Aldıkları Diğer Temel Endeksler

	İMKB ULUSAL 100	İMKB ULUSAL 30	İMKB KUR. YÖN.	İMKB ULUSAL TİM
Doğan Yayın Holding	•	•	•	•
Hürriyet Gazete.	•	•	•	•
Otokar	•		•	•
Şekerbank	•	•	•	•
Tofaş Oto Fab.	•		•	•
Tüpraş	•	•	•	•
Türk Traktör			•	•
Vestel	•		•	•
Y ve Y GMYO			•	•

İMKBKY'de yer alan 9 şirketin;

- 9'u İMKB TİM'de
- 7'si İMKB100'de
- 4'ü İMKB30'da

yer almaktadır.

Bu incelemeden sonra bakıldığında, 30 Nisan 2008 tarihinde İMKBKY'de yer alan 9 şirketin tümünün İMKB TİM'de de yer alması, İMKBKY ile İMKB TİM arasındaki yüksek ilişkiyi ve İMKB TİM'ün, İMKBKY'ye yapılacak bir yatırımda neden gösterge endeks olarak takip edilmesi gerektiğini açıklamaktadır.

İMKBKY'yi bağımlı değişken olarak kabul eden denklemler ve bu denklemlerden elde edilen bulgular için yorum ise şu şekilde yapılabilir:

$y = \text{Bağımlı Değişken} = \text{İMKBKY}$

$x = \text{Bağımsız Değişken} = \text{İMKBTÜM} \Rightarrow y = 6624,79 + 0,71x$

$x = \text{Bağımsız Değişken} = \text{İMKB100} \Rightarrow y = 9615,11 + 0,64x$

$x = \text{Bağımsız Değişken} = \text{İMKB30} \Rightarrow y = 12217,75 + 0,48x$

İMKBKY'deki 1 puanlık artış, bu endekslere şu şekilde yansımıştır:

- İMKBKY Endeksi 1 puanlık arttığında, İMKBTÜM Endeksi'nde 1,28 puan artış;
- İMKBKY Endeksi 1 puanlık arttığında, İMKB100 Endeksi'nde 1,42 puan artış;
- İMKBKY Endeksi 1 puanlık arttığında, İMKB30 Endeksi'nde 1,87 puan artış gözlenmiştir.

Endeksler arasındaki ilişkiyi bu açıdan ele aldığımızda ise, İMKBKY'deki artışın en çok İMKB30'u etkilediğini gözlemlemekteyiz. Bu durum ise, İMKBKY Endeksi'nde yer alan 9 şirketin 4'ünün İMKB30'da da yer alması ile açıklanabilir. Endeksler içindeki ortak şirket oranlarının İMKBKY için 4/9, İMKB30 için 4/30 olması, aynı yönlü ilişkinin kuvvetinin İMKB100 ve İMKBTÜM'den neden daha fazla olduğunu açıklamaktadır.

Bu uygulama, dönemsel veriler üzerinden gelecek tahmini yapmaya yönelik değil, İMKBKY'nin 8 aylık performansını ve temel üç endeksle ilişkisinin şiddetini ölçmek için yapıldığından, bulgular, uygulamanın istenilen sonuca ulaştığını desteklemektedir.

SONUÇ

Artan rekabet koşulları, piyasaların hızla küreselleşmesi ve etkileri tüm dünyada hissedilen büyük şirket skandallarının ardından, kurumsal yönetim, tartışılmaya başlandığı 1970'lerden bugüne, halka açık anonim şirketlerin yönetimi konusunda, ilişkili tüm çıkar gruplarının varlığını sorguladıkları temel ölçüt haline gelmiştir. Bu nedenle, anonim ortaklığın tüm ilişkili taraflarının çıkarlarının adillik, şeffaflık, hesap verebilirlik ve sorumluluk esasları çerçevesinde şirket çıkarları ile uzlaştırılmasına dayanan kurumsal yönetim süreci, birçok ülkede şirketlerin yönetiliş tarzını belirler hale gelmiş ve şirket kültürlerinde köklü değişikliklere neden olmuştur.

Şirketlerin temel amaçlarını gerçekleştirmek için ihtiyaç duydukları fonların temini sırasında karşılaştıkları en büyük sıkıntı, bu fonların maliyetlerinin minimize edilmesidir. Yatırımcılar yönünden ise sorun, şirketlere özsermaye ya da borç olarak sağladıkları fonun getirisi ve akıbetidir. Bu sorunların tüm tarafların çıkarların dengeleyecek şekilde çözümü ise şirket yönetiminde uyulacak esasların açıklanarak, yatırımcılar için belirsizliğin azaltılmasıdır. Kurumsal yönetim düzenlemeleri, şirket içindeki güçlerin dengelenmesine yönelik kurallar getirirken, başta yatırımcılar olmak üzere tüm çıkar gruplarının haklarının korunmasını ve güvence altına alınmasını amaçlamaktadır.

Kurumsal yönetim, bugün artık şirketlerin, piyasaların ve ülkelerin şeffaflık anlayışlarının sunumunda önemli bir ölçüt haline gelmiştir. Uluslararası standartların belirlenmesi ve tüm ülkelere yaygınlaştırılması hareketleri içerisinde kurumsal yönetimin özel bir yeri ve önemi vardır. Objektif bir değerlendirme yaparak karar alabilmek için şirketlerin çalışmalarında gözlemlenen standartlaşma hareketleri, üretim ve hizmet alanında ISO-9000, ISO 9001, TS 16949, AQAP, HACCP gibi kalite standartlarıyla, muhasebe alanında UFRS ile, finansal ve yönetsel sürecin

takibi için ise kurumsal yönetim ilkelerine uyum değerlendirmeleriyle ölçülmektedir.

Bu tezin amacı, giriş bölümünde de belirtildiği gibi, olabildiğince kronolojik bir bakış açısı izleyerek kurumsal yönetim ya da bilinen İngilizce karşılığı “corporate governance”ın bütünü ile ne olduğunun özlü bir tanımını yapmak ve kendisine gösterilen ilginin haklılığını nicel verilere ve araştırmalara dayalı olarak sunmaktır.

Bu bağlamda, kurumsal yönetimin bugüne neden ve nasıl geldiği araştırıldığında görülmüştür ki, tespit edilen bir takım aksaklıklar ve eksiklikler nedeniyle, anonim şirket yönetiminde ciddi bir reform hareketine ve standartlaşmaya ihtiyaç duyulmuştur. Yalnızca yöneticilerin kişisel takdirine ve iradesine dayalı yönetim biçimlerinin, istenmeyen sonuçlar doğurduğu ve suiistimallere açık olduğu görülmüştür. Böylesi bir yönetim tarzı yerine, objektif ilkelere dayalı ve şeffaf bir anlayışa duyulan ihtiyaç nedeniyle ilk olarak 1999 yılında OECD tarafından kurumsal yönetim konusunda yol gösterici ilkeler yayınlanmıştır.

Kurumsal yönetim, farklı disiplinleri ilgilendiren yapısı nedeniyle, esnek ve ihtiyacı karşılar nitelikte olmalıdır. Dolayısıyla kurumsal yönetim konusunda dünyada kılavuz kabul edilen ilkeleri yayınlayan OECD’nin, ilkelerin giriş bölümünde belirttiği gibi “one size does not fit all” ya da “Tek tip kıyafet her bedene uymaz” anlayışıyla ülkeler, kendi yasal ve finansal yapılarına göre revize ettikleri ama temelde şeffaflık, adillik, hesap verebilirlik ve sorumluluk temellerinde yükselen kurumsal yönetim sistemleri benimsemişlerdir.

Araştırma sırasında görülmüştür ki, kurumsal yönetimin geliştirilmesinin ve yaygınlaştırılmasının beklenen ve gözlenen yararları nedeniyle, şirketlerden devletlere kadar tüm faktörlerin yönetim anlayışlarında köklü değişiklikler yapmaları gerekmektedir. Elbette ki böylesi değişiklikleri yapmak

için bir takım maliyetlere katlanmak gerekmiştir. Hiçbir akılcı yaklaşım, beklenen faydası maliyetinden düşük bir girişime olanak vermeyecektir. Bu nedenle de kurumsal yönetim uygulamalarının objektif olarak değerlendirilmesi ve etkilerinin nicel verilerle ölçülmesi son derece önemli görülmüştür.

Bu nicel ölçümleri yapmak son yıllarda kurumsal yönetim konusuyla ilgilenen araştırmacıların ilgi odağı durumundadır. Literatür taraması sırasında, kurumsal yönetim konusunun, altyapısı gereği farklı disiplinlere araştırma yapma olanakları sunması nedeniyle, konunun teorik çerçevesini inceleyen, Türkiye dışında gerçekleştirilmiş pek çok çalışmaya ulaşılmıştır. Konu, çıkış noktası olarak finansal boyutuyla ele alındığında ise yine Türkiye dışında yapılmış çalışmaların çokluğu dikkati çekmektedir. Bu durum aslında Türkiye’de kurumsal yönetim konusunun son beş yıldır tartışılması ve pratikte uygulanmasının çok yeni olması nedeniyle yadırganamaz.

Sermaye piyasalarının ilgili tüm tarafların çıkarlarını gözetmeyi hedefleyen yapısı, bir takım yasal düzenlemeler yapılmasını ve bu düzenlemelere katılımcıların uyumunu hedeflemektedir. Katılımcıların uyumu ise cezalandırma mekanizmasının varlığı ve işletilmesiyle sağlanmaktadır. Kurumsal yönetim sistemi ise, ilkelerinin bir kısmının ülke yasal düzenlemeleri ile zaten zorunlu hale getirildiği durumlar dışında, gönüllülük esasına dayalı olarak işler. “Uygula, uygulamıyorsan açıkla” mantığı kurumsal yönetim uygulamalarının en temel özelliklerinden biridir. Ancak araştırma sırasında görülmüştür ki, devletler, gerekli yasal ve finansal değişiklikleri yaparak, kurumsal yönetimi tamamen gönüllülük esasına dayanan bir yöntem olmaktan çıkarıp, zorunluluklar da içeren bir yapıya büründürmektedirler. Bu duruma örnek olarak SPK’nın Türkiye’de hisseleri borsada işlem gören halka açık şirketlere yıllık faaliyet raporlarında Kurumsal Yönetim Uyum Beyanı’na yer verme zorunluluğu getirmesi gösterilebilir.

Konu Türkiye için ele alındığında yapılan ilk gözlem, Türkiye'nin kurumsal yönetim konusunda akılcı bir yaklaşımla zamanında hareket ettiğidir. 2003 yılında SPK tarafından yayınlanan ve 2005 yılında revize edilen "Kurumsal Yönetim İlkeleri" piyasada konunun algılanmasına ve bu doğrultuda hareket edilmesine katkı sağlamıştır. Ancak bu olumlu yaklaşımın yanında, kurumsal yönetimin Türkiye'de beklenen verimliliğe ve etkinliğe ulaşması için, bir takım yasal düzenlemelerle netliğe kavuşturulması gerekmektedir. Bunun için en önemli adım, tez yazımı sırasında henüz yasalaşmamış olan yeni Türk Ticaret Kanunu'nun bir an önce yürürlüğe girmesi olacaktır. Yeni yasa, kurumsal yönetime ilişkin pek çok çağdaş düzenleme içermekte olup, özellikle mevcut durumdaki eksikliği belirgin olan hissedar ve azınlık haklarının güçlendirilmesi konusunda ciddi reformlar içermektedir. Bu köklü yasal değişiklik, Türk Ticaret Kanunu'nu, hissedar haklarının korunması yönünden en zayıf yasal düzenlemeleri içeren Fransız Ticaret Hukuku'nun etkilerinden kurtaracak, güçlü sermaye piyasalarına sahip ülkelerin yasal düzenlemeleriyle eşdeğer düzenlemelere sahip bir yapıya kavuşturacaktır.

Yapılan araştırmalar sırasında Türkiye'de kurumsal yönetim konusunda şirketlerin tabi olduğu yasalar ve düzenleyiciler arasında tereddütleri ortadan kaldıracak uyumlulaştırmaların yapılması gerektiği tespit edilmiştir. Örneğin, TTK'ya göre hissedarların oy kullanabilmeleri için genel kurul toplantılarında hazır bulunmaları gerekirken, SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri, uzaktan oy kullanılabilmesini sağlayacak düzenekleri olanaklı hale getirmiştir. Bu konuda tüm şirketlerin tabi olacakları yeni TTK'da yapılacak, çağın gereklerine uyan sağduyulu bir revizyon, sermayenin tabana yayılmasını sağlaması açısından son derece faydalı görülmektedir.

Şirketlerin kurumsal yönetimi etkin şekilde uygulamaları durumda, yatırımcıların şirket hisse senedine, hisse senedinin gerçek değeri üstünde ödemeye razı oldukları "prim", şirketlerin faaliyet gösterdikleri ülkede yatırımcıların bir bütün olarak piyasaya duydukları güvenle ters orantılıdır.

Örneğin, bu oran McKinsey Yatırım tarafından 2002 yılında yapılan araştırmaya göre, Kanada için %11 iken, Türkiye için %27, Fas için ise %41'dir. Ülkelerin ve şirketlerin ilişkili tüm taraflarda uyandırdıkları güven duygusunun şirketlere geri dönüşü olarak nitelendirebileceğimiz bu prim, etkin kurumsal yönetim uygulamalarıyla ulaşılmaya çalışılan nihaî hedef olarak değerlendirilebilir.

Şirketlerin kendi yönetim biçimlerinin kurumsal yönetim ilkelerine uyumunun etkileri son derece olumlu ve belirgin olduğundan, son yıllarda kurumsal yönetim uygulamalarını hakkıyla yerine getiren şirketlerin oluşturdukları yerel kurumsal yönetim alt borsaları ve endekslerinin uygulamaya koyuldukları görülmüştür. Türkiye'nin de içinde bulunduğu, Güney Afrika Cumhuriyeti, Güney Kore, İtalya ve Brezilya'dan oluşan beş ülke, yerel borsalarında kurumsal yönetim uygulamaları belli bir standardın üzerinde olan ve bu durumu yetkili derecelendirme kuruluşlarının raporlarıyla teyit eden şirketlerin oluşturdukları endeksler oluşturmuşlardır. Bu endeksler içinde en yenisi Türkiye'de kullanıma sunulmuş olan İMKBKY endeksidir.

Kurumsal yönetim uygulamalarının sermaye piyasalarında ölçülebilir etkilerinin araştırılmasına yönelik olarak, Türkiye'de İMKBKY endeksinin İMKB30, İMKB100 ve İMKBTUM endeks getirileri İMKBKY'nin hesaplanmaya başlandığı 31.08.2007'den 30.04.2008'e kadarki değerleri baz alınarak karşılaştırılmış, endeksler arasındaki ilişkiyi nicel faktörlerle ifade edebilmek için regresyon denklemleri oluşturulmuş ve elde edilen bulgular değerlendirilmiştir.

Uygulama neticesinde, kurumsal yönetim endeksine yatırım yapan bir yatırımcının gösterge endeks olarak, İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan tüm şirketleri de ihtiva eden İMKBTÜM Endeksi'ni takip etmesi gerektiği saptanmıştır. Ayrıca Kurumsal Yönetim Endeksi'ndeki 1 puanlık artışın en yüksek etkiyi İMKB 30'da gösterdiği tespit edilmiştir.

Uygulamanın, istatistiksel olarak anlamlı sonuçlar elde edilmesine olanak veren 165 gözleme dayalı olmasına karşın, tezin tamamlanması sırasında henüz bir yılını doldurmamış IMKBKY endeksinin daha fazla veri içermiyor olması nedeniyle bu çalışmanın geliştirmelere açık olduğunu belirtmekte fayda görülmektedir. Ayrıca incelenen tüm endekslerde düşüşün yaşandığı örneklem dönemi dışında, genel olarak yükseliş eğiliminin olduğu dönemler için yapılacak benzer bir araştırma da kurumsal yönetim konusunda yapılacak çalışmalara ışık tutacaktır.

Kurumsal yönetim kavramı ve uygulaması, tezin başından beri ifade edildiği üzere, şirketlerin yönetimlerinde karşılaşılan bir takım sorunlar sonucu olarak ortaya çıkmıştır. Bu yapıyla kendi çıkış noktası da krizler ve aksaklıklar olan kurumsal yönetimin uygulanmasının sonrasında yaşanacak, yapısal ya da uygulayıcı şirketlerin kendi dinamiklerinden kaynaklanan krizler karşısında, yatırımcıları ve şirketleri koruma yetkinliği üzerine yapılacak bir araştırma da, konunun bilimsel gelişimine katkı sağlayacaktır.

KAYNAKÇA

ALEXAKIS, Christos A. v.d., “An Empirical Investigation of Corporate Governance: The Case of Greece”, **Managerial Finance**, Cilt: XXXII, No: 8, 2006, s. 673-684.

ARARAT Melsa, BALIC Amra, BRADLEY Nicolas, “Corporate Governance: Turkish Transparency and Disclosure Survey”, 2005, (Erişim) <http://www.sabanciuniv.edu/ybf/cgft/tr/Arastirma/ArastirmaProjeleri/documents/Officialreport2005.pdf> , 14.04.2008, s.1-15.

ARARAT, Melsa ve UĞUR, Mehmet “Corporate Governance in Turkey: An Overview and some Policy Recommendations” **Corporate Governance**, Cilt I, Sayı 3, s.58-75.

ARARAT, Melsa, BALIC Amra, “Corporate Governance: Turkish Transparency And Disclosure Survey 2007: Pace Of Improvement Has Slowed” 3 Mayıs 2007, (Erişim) http://www.sabanciuniv.edu/ybf/cgft/tr/Arastirma/ArastirmaProjeleri/documents/Turkish_TD_2007.pdf, s.1-14.

ARARAT, Melsa, BALIC, Amra, KOCHETYGOVA, Julia, “Turkish Transparency and Disclosure Survey 2006: Significant Developments at Turkey’s Largest Companies”, 22 Haziran 2006, (Erişim) <http://www.sabanciuniv.edu/ybf/cgft/tr/Arastirma/ArastirmaProjeleri/documents/SP2006finalforpublication.pdf>, 30.11.2007, s. 1-16.

Asian Pacific Economic Corporation Forum Report, 2003.

AYIKOĞLU ZAFİF, Figen, **Muhasebe Verilerine Dayalı Risk Ölçümü**, Gazi Kitabevi, Ankara, Ocak 2007.

AYSAN, Mustafa A., **Kurumsal Yönetim ve Risk**, Elif Ofset Matbaacılık, 2007.

BABUŞCU, Şenol, HAZAR, Adalet, **SPK Kurumsal Yönetim Derecelendirme Uzmanlığı Sınavlarına Hazırlık; Tüm Konular**, Akademi Consulting & Training, Ağustos 2007.

BAI, Chong-En v.d., "Corporate Governance and Firm Valuations in China" **University of Hong Kong - School of Economics and Finance**, Kasım 2002, (Erişim) http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=361660 #Paper Download, s. 1-45.

BAUMS, Theodore, SCOTT, Kenneth E., "Taking Shareholder Protection Seriously? Corporate Governance in the United States and Germany", **European Corporate Governance Institute Law Working Paper No.17/2003**, 2003, s. 2-21.

BEINER, S. v.d., (DROBETZ, Wolfgang, SCHMID, Marcus, ve ZIMMERMANN Heinz), "An Integrated Framework of Corporate Governance and Firm Valuation - Evidence from Switzerland", **ECGI Working Paper in Finance**, No: 34/2004, s.2-54.

BERGLÖF, Erik, ve Von THADDEN, Ernst-Ludwig, "The Changing Corporate Governance Paradigm: Implications for Transition and Developing Countries". **Conference Paper, Annual World Bank Conference on Development Economics**, Washington D.C., Haziran 1999 (Erişim): <http://ssrn.com/abstract=183708>, s.2-30.

BERLE, Adolph, MEANS, Gardiner, **The Modern Corporation and Private Property**, 1932.

BLACK, Bernard, "Does Corporate Governance Matter? A Crude Test Using Russian Data" **University of Pennsylvania Law Review**, cilt CXLIX, 2001a,

s. 2131-2150 ve "The Corporate Governance Behavior and Market Value of Russian Firms" **Emerging Markets Review** Cilt II, 2001b, s. 1-25.

BOHREN, Oyvind, ODEGAARD, Bernt Arne, "Governance and Performance Revisited" **EFA 2003 Annual Conference Paper** No: 252, 2003, s.1-32.

BOUBAKRI, Narjess, COSSET, Jean-Claude, GUEDHAMI, Omrane, "Privatization, Corporate Governance and Economic Environment: Firm-level Evidence from Asia, **Pacific - Basin Finance Journal**, 2004, 281, s.1-26.

BROCKMAN, Paul, CHUNG, Dennis, "Investor Protection and Firm Liquidity" **Journal of Finance**, 2003, Cilt LVIII (2), s.921-937.

BÜYÜK, Sedef Seçkin, "İyi Yönetim Savaşçıları", **Capital**, 7 Ekim 2003, (Erişim) http://www.capital.com.tr/haber.aspx?HBR_KOD=581

Cadbury Committee, Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance, Gee Publishing, Londra, 1992.

CASAVOLA, Paola, BIANCO, Magda, "Italian Corporate Governance: Effects on Financial Structure and Firm Performance", **European Economic Review**, 43, 1999, s. 1057-1068.

CHURAEV, Kamil, "The Impacts of Corporate Governance Issues on Values of Turkish Companies", **Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi**, 2003, İstanbul.

CLAESSENS, Stijn v.d., "On Expropriation of Minority Shareholders: Evidence from East Asia" 9 Aralık, 1999, (Erişim) <http://ssrn.com/abstract=202390>, s.1-50.

CLSA, "Corporate Governance in Emerging Markets" **CG Watch Report**, 2001: 1 (Erişim) www.clsa.com.

COLES, Jerilyn W., Mc WILLIAMS, Victoria B., SEN, Nilanjan, "An Examination of the Relationship of Governance Mechanisms to Performance" **Journal of Management**, 27,2001, s.24-33.

COOK, Jennifer ve DEAKIN, Simon, "Stake holding and Corporate Governance: Theory and Evidence on Economic Performance", **ESRC Centre for Business Research, University of Cambridge**, 1999, s. 1-26.

CUERUO, Alvaro, "Corporate Governance Mechanisms. A Plea for Less Code of Good Governance and More Market Control" **Corporate Governance: An International Review**, cilt X (2), 2002, s. 84-91.

DARMAN, Güler Manisalı, "Kurumsal Yönetimde Dünyadaki Gelişmeler; Kurumsal Yönetim Endeksi ve Kurumsal Yönetim Reytingi", 3 Mayıs 2005 (Erişim) <http://www.cgscenter.org/doc/kurumsalyonetimdedunyadakigelismelerkurumsalyonetimendeksivereytingi.pdf>, s. 1-14.

DAVIS, E. Philip, "Institutional Investors, Corporate Governance and the Performance of the Corporate Sector", **Economic Systems**, 26, 2002, s. 203-221

DEMİRBAŞ, Mahmut ve UYAR, Süleyman, **Kurumsal Yönetim İlkeleri ve Denetim Komitesi**, Güncel Yayıncılık, Nisan 2006, İstanbul.

DOĞAN, Mustafa, **Kurumsal Yönetim**, Siyasal Kitabevi, Ankara, 2007.

DROBETZ, Wolfgang, SCHILLHOFER, A. ve ZIMMERNANN, Heinz (2003), "Corporate Governance and Expected Stock Returns" **ECGI Working Paper in Finance**, No: 11/2003, s. 1-51.

DURNEV, Art, KIM, E. Han, "To Steal or not to Steal: Firm Attributes, Legal Environment and Valuation", **The William Davidson Institute Working Paper**. No: 554, 2003, s. 1-62.

Emerging Markets Committee, "Causes, Effects and Regulatory Implications of Financial and Economic Turbulence in Emerging Markets", **Interim Report, IOSCO**, 1998, s. 1-106

GÖCENOĞLU, Ceyhun, K., GİRĞİN, Zeynep, "Kurumsal Yönetimin Türkiye'deki Kurumsal Sosyal Sorumluluk Uygulamalarına olan Etkileri", **Orta Anadolu İşletmecilik Kongresi**, Ankara, 2004, s. 1-14.

GOMPERS, P., ICHII, J., ve METRICK, A., "Corporate Governance and Equity Prices", **Working Papers Series**, No: 8449, NBER, 2001, s.44-68.

GÜRBÜZ, A. Osman, ERGİNCAN, Yakup, **Kurumsal Yönetim, Türkiye'deki Durumu ve Geliştirilmesine Yönelik Öneriler**, Literatür Yayıncılık, İstanbul. 2004.

GÜVEMLİ, Oktay, **Türk Devletleri Muhasebe Tarihi**, Cilt I, İstanbul Y.M.M. Odası Yayını, İstanbul, Nisan 2000.

HART, Oliver D., "Corporate Governance, some Theory and Implications" **The Economic Journal**, cilt CV, sayı 430 Mayıs 1995, s. 671-682.

HC İstanbul, **Corporate Governance on Display**, HC İstanbul Menkûl Değerler Anonim Şirketi Özel Raporu, İstanbul, 9 Şubat 2004, (Erişim) http://www.tkyd.org/files/downloads/hci_corporate_governance.pdf, s. 1-20.

HUTCHINSON, Marion, GUL, Ferdinand A., "Investment Opportunity Set, Corporate Governance Practices and Firm Performance", **Journal of Corporate Finance**, 182, 2003, s. 1-19.

İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi (Erişim) http://www.tkyd.org/files/downloads/Kurumsal_Yonetim_Endeksi.pdf

İMKB Şirketleri Tarafından 2005 Yılında Yayınlanan Kurumsal Yönetim Uyum Raporlarına İlişkin Genel Değerlendirme, Sermaye Piyasası Kurulu, 2005, (Erişim) <http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pageid=698fn=69.pdf>, 12.01.2008.

İyi Şirket Danışmanlık A.Ş., “İMKB100 Şirketleri Kurumsal Yönetim Araştırması”, Ağustos 2006, (Erişim) www.iyisirket.com/Rapor, s. 1-5

JENSEN, Michael C., MECKLING, William H., “Theory of the Firm Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure” **Journal of Financial Economics**, 1976, Cilt: III, s. 305-360.

Jill Solomon ve Aris Solomon , **Corporate Governance and Accountability**, John Wiley & Sons Ltd., Londra, 2005.

JOH, Sung Wook, “Corporate Governance and Firm Profitability: Evidence from Korea before Crisis”, **Journal of Financial Economics**, 68, 2003, s. 287-320.

JOHNSON, Simon v.d., “Corporate Governance in the Asian Financial Crisis”, **Journal of Financial Economics**, 58, 2000, s. 141-186.

KARAN, Mehmet Baha, KARACABEY, Ali Argun, **Türkiye’de Sermaye Piyasasının Malî Sistem İçerisindeki Yeri, Sorunları ve Geleceği**, Sermaye Piyasası Kurulu, Yayın No: 140, Ankara, 2003.

KLAPPER, Leona F., LOVE, Inessa, “Corporate Governance, Investor Protection and Performance in Emerging Markets”, **Journal of Corporate Finance**, 195, 2003, s. 1-26.

KOÇ, İ. Özlem, YALIN, Pınar, YAVUZ, Nur: “AB’ye Entegrasyon Sürecinde Kurumsal Yönetim ve Öncü İki Sektör Üzerine Uygulama” **Geleneksel Finans Sempozyumu-2004**, Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve

Sigortacılık Enstitüsü ve Bankacılık ve Sigortacılık Yüksek Okulu, 27-28 Mayıs 2004, İstanbul.

KOSE, John, SENBET, Lemma W, “Corporate Governance and Board Effectiveness”, **Journal of Banking and Finance**, 1998, sayı 22, s. 371-403.

KOSE, John, LUBOMIR, Litov, BERNARD, Yeung, “Corporate Governance and Managerial Risk Taking: Theory and Evidence” Working Paper Series, Temmuz, 2005, (Erişim) ssrn-id687206.pdf, s.1-49.

KÖSEDAĞ, Arman, AKSU, Mine, “İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Şirketlerinin Şeffaflık ve Kamuyu Bilgilendirme Bakımından Derecelendirilmesi”, 2006, **Corporate Governance: An International Review**, Cilt XIV, Sayı 4, 2. 277-296.

KRISHNAMURTI, Chandrasekhar, SEVIC, Aleksandaar, SEVIC Zeljko, “Legal Environment, Firm-Level Corporate Governance and Expropriation of Minority Shareholders in Asia”, **EFMA 2003 Helsinki Meetings**, (Erişim) <http://ssrn.com/abstract=407847>, 1-33.

KULA, Veysel , **Kurumsal Yönetim, Hissedarların Korunması Uygulamaları ve Türkiye Örneği**, Papatya Yayıncılık, İstanbul, 2006, s. 31.

Kurumsal Yönetim Endeksi (Erişim) http://www.imkb.gov.tr/endeksler/kurumsal_yonetim.htm, 05.01.2008.

Kurumsal Yönetimin Anonim Ortaklıklarda Yansımaları, TKYD Yayınları, 2004, (Erişim) <http://www.tkyd.org/files/downloads/02kurumsalyonetiminanonimortakliklardayansimalari.pdf>, s. 1-24.

La PORTA, Rafael v.d., (LOPEZ-de-SILANES, Florencio, SHLEIFER, Andrei, VISHNY, Robert) “Investor protection: Origins, Consequences, Reform”,

Financial Sector Discussion Paper, No. 1, The World Bank, Eylül 1999, s. 8-20.

LA PORTA, Rafael v.d., (LOPEZ-de-SILANES, Florencio, SHLEIFER, Andrei, VISHNY, Robert), "Law and Finance", **National Bureau of Economic Research Working Paper**, No: 5661, Cambridge, 1996, s. 3-34.

La PORTA, Rafael v.d., "Corporate Ownership Around the World" **Journal of Finance**, Cilt. LIV, sayı.2, Nisan 1999b, s. 471-517.

La PORTA, Rafael v.d., "Investor Protection and Corporate Valuation", **Journal of Finance**, Cilt LVII (3), Haziran 2002, s. 1147-1170.

La PORTA, Rafael v.d., "Legal Determinants of External Finance", **Journal of Finance**, Cilt LII, 1997, s. 1131-1150.

MAYER, Colin, "Financing the New Economy: Financial Institution and Corporate Governance" **Information Economics and Policy**, 14, 2002, s. 311-326.

MIN Jae Hoon, PRATHER Larry J., "Tobin's Q, Agency Conflicts, and Differential Wealth Effects of International Joint Ventures" 2001, **Global Finance Journal**, sayı:12, s. 267-283

MITTON, Todd, "A Cross-Firm Analysis of the Impact of Corporate Governance on the East Asian Financial Crisis, **Journal of Financial Economics**, 64, 2002, s. 215-240.

MORCK, Randall, NAKAMURA, Masao, "Japanese Corporate Governance and Macroeconomic Problems", **Harvard Institute of Economic Research Paper No. 1893** (SSRN), Nisan 2000, s. 1-22.

Nedir Bu Kurumsal Yönetim, TKYD Kurumsal Yönetim Serisi, Deloitte Türkiye, 2006, s. 1-16.

OECD Business Sector Advisory Group on Corporate Governance, 1998.

OECD, **Corporate Governance Principles**, 1998.

OECD, **OECD Principles of Corporate Governance**, OECD Yayınları, Paris, 2004.

ÖĞRETEN, Özge, "Kurumsal Yönetim" **İstanbul Ticaret Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Muhasebe Denetim Yüksek Lisans Bitirme Projesi**, Nisan 2005, İstanbul.

RENNEBOOG, Luc, "Ownership, Managerial Control and the Governance of Companies Listed on the Brussels Stock Exchange", **Journal of Banking & Finance**, 24, 2000, s. 1959-1995.

RiskMetrics Group Inc. (RiskMetrica) (Erişim) <http://www.riskmetrics.com>.

Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş. (Erişim) <http://www.saharating.com>, 10.07.2007.

SAMUEL, A. D., PIAZZA Jr. ve ECCLES, Robert G., "**Building Public Trust - The Future of Public Reporting**". John Wiley and Sons Inc., NY, 2002.

SARINHA, Jorge, "Corporate Governance: A survey of the Literature", **Çalışma raporu**, Porto Üniversitesi, 2003, s. 2-45.

ŞEHİRLİ, Kübra, **Kurumsal Yönetim Araştırma Raporu** (Yeterlik Etüdü), Sermaye Piyasası Kurulu Denetleme Dairesi, Ankara, 1999.

SHELTON, Joanna R., "The Importance of Governance in the Modern Economy", OECD, New Corporate Governance for the Global Company International Conference, The Institute of Chartered Accountants in England & Wales, Brussels, 1-2 Aralık 1998, s. 2-18.

SHLEIFER, Andrei, VISHNY, Robert W., "A Survey of Corporate Governance" **National Bureau of Economic Research, Working Papers, No. 5554**, Nisan 1996, **Journal of Finance**, Haziran 1997. Cilt LII (2). s. 737-783.

SIEBENS, Herman "Concepts and Working Instruments for Corporate Governance" **Journal of Business Ethics**, sayı 39, 2002, s. 109-116.

SMITH, Adam, "**Milletlerin Zenginliği**" Türkiye İş Bankası Kültür Yayınları/Hasan Ali Yücel Klasikler Dizisi, Kasım 2006, İstanbul.

SPK, **SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri**, Şubat 2005 (Düzeltilmiş İkinci Yayınlanışı) (Erişim) www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=display8file&pageid=159&fn=159.pdf.

SPK Kurumsal Yönetim Uygulama Anketi, Kasım 2004, (Erişim) <http://www.spk.gov.tr/diplayfile.aspx?action=displayfilepageid=68&fn068pdf>.

SPK, "**Sermaye Piyasası Kanununa Tâbi Anonim Ortaklıkların Genel Kurullarında Birikimli Oy Kullanımına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ**" Seri: IV No: 29, 18 Şubat 2003 tarihli 25024 sayılı Resmî Gazete'de yayınlanmıştır.

STONE, Andrew, HURLEY, Kristin, KHEMANI, Rughuir Syhan, **The Business Environment and Corporate Governance: Strengthening Incentives for Private Sector Performance**, Business Environment Group, Private Sector Development Department, The World Bank Group Publications, 1998.

TANRIÖVEN, Cihan, KÜÇÜKKAPLAN, İlhan, BAŞÇI, E. Savaş “Kurumsal Yönetim Açısından Sahiplik ve Kontrol Yapısı ile Üst Düzey Yönetici Durumunun İMKB’de Faaliyet Gösteren Bankalarda İncelenmesi” **İktisat İşletme ve Finans**, Nisan 2006, s. 87-104.

TKYD Yayınları, **Aile Şirketleri için Adım Adım Kurumsal Yönetim**, Kurumsal Yönetim Dizisi, (Erişim) http://www.tkyd.org/files/downloads/aile_sirketleri_icin_adim_adim_ky.pdf, 2007, Deloitte Türkiye, s. 1-20.

Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği ve Boston Consulting Group “Türkiye Kurumsal Yönetim Haritası”, (Erişim) <http://www.tkyd.org/files/downloads/arastirma-raporu.pdf>.

Türkiye Kurumsal Yönetim Forumu ve Standard & Poor’s, “Kurumsal Yönetim: Türkiye’deki Şeffaflık ve Kamuya Açıklama Araştırması”, (Erişim) www.sabanciuniv.edu/ybflegft/tr/?Arastirma/Arastirma_Projeleri/TandDI.html.

TÜSİAD, **Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi**, TÜSİAD, Yayın No: TÜSİAD-T/2002-12-336, İstanbul, Aralık 2002, (Erişim) [http://www.tusiad.org/tusiad_cms.nsf/LHome/22F8BB0C9381749BC225733E003ECA3F/\\$FILE/kurumsalyonetim.pdf](http://www.tusiad.org/tusiad_cms.nsf/LHome/22F8BB0C9381749BC225733E003ECA3F/$FILE/kurumsalyonetim.pdf).

Turkish Transparency and Disclosure Survey 2006: Significant Developments at Turkey’s Largest Companies, 22 Haziran 2006, (Erişim) www.standardandpoors.com/ratingsdirect, s. 1-16.

United Nations Conference on Trade and Development, **World Investment Report**, 2004, (Erişim) www.untad.org.

UZUN, Ali Kamil, “İşletmelerde İç Kontrol Sistemi”, (Erişim) www.denetimnet.net, **Makaleler**, Nisan 2007, (makale 28 Mayıs 2008 tarihinde Dünya Gazetesinde yayınlanmıştır).

UZUN, Ali Kamil, **İşletmelerde İç Denetim Faaliyetinin Başlatılmasında Başarı Faktörleri**, (Erişim) www.denetimnet.net, **Makaleler**, Nisan 2007.

VARIŞ, Meral, v.d., “Sermaye Piyasalarında Kurumsal Yönetim İlkeleri”, **İMKB Dergisi**, Özel Sayı, Yıl 5, Sayı 129, s.129-168.

XU, Xiaonian ve WANG, Yan, “Ownership Structure, Corporate Governance, and Corporate Performance: The Case of Chinese Stock Companies”, **World Bank Policy Research Working Paper No: 1794**, Mayıs 1997, (Erişim) SSRN-id45303, s.1-40.

EKLER

Ek 1 CLSA Kurumsal Yönetim Ölçeği

Tablo - CLSA Kurumsal Yönetim Ölçeği

Ek 2 Hukuk Düzen Ölçeği Performansı ve Yatırımcıyı Koruma
Haklarının Uygulaması

Tablo - Farklı Hukuk Sistemlerinde Yasal Uygulama: Hukuk
Düzen Ölçeği Performansı

Tablo - Yatırımcıyı Koruma Haklarının Uygulaması: Hukuk ve
Düzen Ölçüsü

Ek 3 106 Adet Şeffaflık ve Açıklama Öznitelikleri

Ek 4 31.08.2007-30.04.2008 Tarihleri Arası İMKB Hisse Senetleri
Piyasası Getiri Endeksleri Değerleri

Ek-1. CLSA Kurumsal Yönetim Ölçeği

Tablo 21 - CLSA Kurumsal Yönetim Ölçeği

No	Soru
Disiplin Alt-boyutu	
1	Kurumsal yönetime öncelik veren kamuya yönelik bilgilendirme
2	Yönetimin hisse senedi değerini maksimize etmeye teşvik edilmesi
3	Ana işe açıkça bağlı olma
4	Hisse maliyeti tahmini yapılması
5	Sermaye maliyeti tahmini yapılması
6	Hisse veya benzeri enstrüman çıkarımında hassas olunması
7	Borç, getirisi yeterli olan projelerde kullanılmakta yönetilebilir düzeyde
8	Fazla nakdin hissedarlara geri verilmesi
9	Faaliyet raporunda kurumsal yönetimden bahsedilmesi
Şeffaflık Alt-boyutu	
10	Varlık üzerinden getiri, özkaynak üzerinden getiri gibi 3-5 yıllık finansal hedefleme yapılıp, bildirilmesi
11	Yıllık faaliyet raporunun zamanında açıklanması
12	Altı aylık faaliyet raporlarının açıklanması
13	Dört aylık faaliyet raporlarının açıklanması
14	Faaliyet raporlarının yönetim kurulu onayından hemen sonra açıklanması
15	Faaliyet raporlarının açık ve bilgilendirici olması
16	Hesapların genel kabul görmüş muhasebe ilkelerine uyumlu olması
17	Piyasanın hassas olduğu bilgilerin hemen açıklanması
18	Yatırımcıların üst yöneticilere erişimi
19	Bilgilendirmelerin hızlıca güncelleştirildiği web sitesi kullanımı
Bağımsızlık Alt-boyutu	
20	Yönetim kurulu üyeleri ve üst yönetimin hissedarlara davranışının olumlu olması
21	Yönetim kurulu başkanının yönetimden bağımsız olması
22	Yönetim kurulundan farklı bir yönetim komitesinin olması
23	Bağımsız bir üyenin başkanlık ettiği denetim komitesinin varlığı
24	Bağımsız bir üyenin başkanlık ettiği ücretlendirme komitesinin varlığı
25	Bağımsız bir üyenin başkanlık ettiği aday gösterme komitesinin varlığı
26	Dış denetçilerin şirketle bağıının olmaması
27	Yönetim kurulunda banka ve diğer kreditorlerin temsilcilerinin olmaması
Hesap Verilebilirlik Alt-boyutu	
28	Yönetim kurulunun icra rolünden ziyade kontrol rolünün olması
29	Şirkette yönetici olmayan yönetim kurulu üyelerin bağımsız olması
30	Yönetici olmayan bağımsız yönetim kurulu üyelerinin, yönetim kurulunun en az yarısını oluşturması
31	Yönetim kurulunda yabancı ülkelerden üyelerin yer alması
32	Yönetim kurulu toplantılarının en az üç ayda bir olması
33	Yönetim kurulu üyelerine toplantı önceleri brifing verilmesi
34	Denetim komitesinin dış denetimcileri aday gösterip çalışmalarını gözden geçirmesi
35	Denetim komitesinin iç denetim ve muhasebe prosedürlerini kontrol etmesi
Sorumluluk Alt-boyutu	
36	Hissedarlar aleyhine karar veren yöneticiler hakkında işlem yapılması
37	Kötü yönetim durumlarında yapılan işlemlerle ilgili kayıtların bulunması
38	Azınlık hissedarlarını korumaya yönelik önlemlerin olması
39	İcra/yönetim komitelerinin kötü yönetim durumunda cezalandırılmalarına ilişkin prosedürlerin olması

40	Yönetim kurulu üyelerinin şirket hissesi alım satımında hakkaniyetli ve tam açıklamaya uyulması
41	Kurulun etkin ve etkili olacak kadar küçük olması
Hakkaniyet Alt-boyutu	
42	Çoğunluk hissedarlarının azınlık hissedarlarına hakkaniyetli davranışı
43	Tüm hissedarların genel kurulu toplantıya çağırabilme hakkının olması
44	Oylama yöntemlerine erişimin kolay olması (proxy oylama gibi)
45	Genel kurul öncesi sunulan bilgilerin kalitesi
46	Hisse senedi değerini etkileyen temel konuların hissedarlarca paylaşımı
47	ADR'lerin ve yeni hisse çıkarımlarının tüm hissedarlara hakkaniyetli olmasını sağlama
48	Kontrol edici hissedarların şirket oylarının %40'ından azına sahip olması
49	Portföy yatırımcılarının şirketin oylarının en az %20'sine sahip olması
50	Yatırımcı ilişkilerine önem verilmesi
51	Kurul ücretlerinin net kârlardan daha fazla artmaması
Sosyal Farkındalık Alt-boyutu	
52	Katı etik davranışı vurgulayan açık politika olması
53	Küçük yaştakilerin çalıştırılmaması
54	Eşit koşullarda istihdam (equal employment) politikasının açıkça ifade edilmesi
55	Malzeme temininde spesifik endüstri rehberlerine uyulması
56	Çevresel sorumlulukla ilgili açık politikanın olması
57	Liderlerin mesruiyetinin olmadığı Myanmar gibi ülkelerle iş yapılmaması

Ek-2. Hukuk Düzen Ölçeği Performansı ve Yatırımcıyı Koruma Haklarının Uygulaması

Tablo 22 - Farklı Hukuk Sistemlerinde Yasal Uygulama: Hukuk Düzen Ölçeği Performansı

Ülke	Yargı Sisteminin Etkinliği	Hukuk Düzeni	Yolsuzluk	El Koyma Riski	Sözleşme İhlali Riski	Muhasebe Standartları Ölçüsü	Kişi Başına Millî Gelir (ABD Doları)
Avustralya	10,00	10,00	8,52	9,27	8,71	75	17.500
Kanada	9,25	10,00	10,00	9,67	8,96	74	19.970
Hong Kong	10,00	8,22	8,52	9,29	8,82	69	18.060
Hindistan	8,00	4,17	4,58	7,75	6,11	57	300
İrlanda	8,75	7,80	8,52	9,67	8,96	veri yok	13.000
İsrail	10,00	4,82	8,33	8,25	7,54	64	13.920
Kenya	5,75	5,42	4,82	5,98	5,66	veri yok	270
Malezya	9,00	6,78	7,38	7,95	7,43	76	3.140
Yeni Zelanda	10,00	10,00	10,00	9,69	9,29	70	12.600
Nijerya	7,25	2,73	3,03	5,33	4,36	59	300
Pakistan	5,00	3,03	2,98	5,62	4,87	veri yok	430
Singapur	10,00	8,57	8,22	9,30	8,86	78	19.850
Güney Afrika	6,00	4,42	8,92	6,88	7,27	70	2.980
Sri Lanka	7,00	1,90	5,00	6,05	5,25	veri yok	600
Tayland	3,25	6,25	5,18	7,42	7,57	64	2.110
UK	10,00	8,57	9,10	9,71	9,63	78	18.060
US	10,00	10,00	8,63	9,98	9,00	71	24.740
Zimbabve	7,50	3,68	5,42	5,61	5,04	veri yok	520
Anglo-Sakson Hukuku Ülkeleri Ortalaması	8,15	6,46	7,06	7,91	7,41	69,62	9.353
Arjantin	6,00	5,35	6,02	5,91	4,91	45	7.220
Belçika	9,50	10,00	8,82	9,63	9,48	61	21.650
Brezilya	5,75	6,32	6,32	7,62	6,30	54	2.930
Şili	7,25	7,02	5,30	7,50	6,80	52	3.170
Kolombiya	7,25	2,08	5,00	6,95	7,02	50	1.400
Ekvator	6,25	6,67	5,18	6,57	5,18	veri yok	1.200
Mısır	6,50	4,17	3,87	6,30	6,05	24	660
Fransa	8,00	8,98	9,05	9,65	9,19	69	22.490
Yunanistan	7,00	6,18	7,27	7,12	6,62	55	7.390
Endonezya	2,50	3,98	2,15	7,16	6,09	veri yok	740

İtalya	6,75	8,33	6,13	9,35	9,17	62	19.840
Ürdün	8,66	4,35	5,48	6,07	4,86	veri yok	1.190
Meksika	6,00	5,35	4,77	7,29	6,55	60	3.610
Hollanda	10,00	10,00	10,00	9,98	9,35	64	20.950
Peru	6,75	2,50	4,70	5,54	4,68	38	1.490
Filipinler	4,75	2,73	2,92	5,22	4,80	65	850
Portekiz	5,50	8,68	7,38	8,90	8,57	36	9.130
İspanya	6,25	7,80	7,38	9,52	8,40	64	13.590
Türkiye	4,00	5,18	5,18	7,00	5,95	51	2.970
Uruguay	6,50	5,00	5,00	6,59	7,29	31	3.830
Venezüella	6,50	6,37	4,70	6,89	6,30	40	2.840
Fransız Kıta Avrupası Hukuku Ülkeleri Ortalaması	6,56	6,05	5,84	7,46	6,84	51,17	7,102
Avusturya	9,50	10,00	8,57	9,69	9,60	54	23.510
Almanya	9,00	9,23	8,93	9,90	9,77	62	23.560
Japonya	10,00	8,98	8,52	9,67	9,69	65	31.490
Güney Kore	6,00	5,35		5,30	8,59	62	7.660
İsviçre	10,00	10,00	10,00	9,98	9,98	68	35.760
Tayvan	6,75	8,52	6,85	9,12	9,16	68	10.425
Alman Kıta Avrupası Hukuku Ülkeleri Ortalaması	8,54	8,68	8,03	9,45	9,47	62,67	22.067
Danimarka	10,00	10,00	10,00	9,67	9,31	62	26.730
Finlandiya	10,00	10,00	10,00	9,67	9,15	77	19.300
Norveç	10,00	10,00	10,00	9,88	9,71	74	25.970
İsveç	10,00	10,00	10,00	9,40	9,58	83	24.740
İskandinav Kıta Avrupası Hukuku Ülkeleri Ortalaması	10,00	10,00	10,00	9,66	9,44	74	24.185
Örneklem Ortalaması	7,67	6,85	6,90	8,05	7,58	60,93	11.156

Tablo 23 - Yatırımcıyı Koruma Haklarının Uygulaması: Hukuk ve Düzen Ölçüsü

Yasal Uygulama	1	Yargı sisteminin etkinliği	Ülke risk dereceleme kuruluşu “Business International Corporation” tarafından üretilmiş olan “iş çevresini, özellikle yabancı işletmeleri etkileme açısından yasal uygulamanın etkinlik ve bütünlüğünün” 0-10 ölçeğinde değerlemesi
	2	Hukuk düzeni	Ülke risk dereceleme kuruluşu olan “International Country Risk (ICR)” tarafından üretilen, ülkelerdeki hukuk ve düzen geleneğinin 0-10 ölçeğinde değerlemesi
Hükümetin İş Çevrelerine İlişkin Tutumu	3	Yolsuzluk	ICR’nin hükümetlerdeki yozlaşmayı 0-10 ölçeğinde değerlemesi. Düşük skorlar “yüksek devlet memurlarının özel ödeme talep edeceği ihtimalini” ve “alt düzey bürokratlarca yasal olmayan ödemelerin genellikle kabul edileceğini” gösterir. Bu ödemeler ithalat ihracat lisansı, kambiyo kontrolleri, vergi değerlemesi, politikacı koruması veya borçlar ile ilgili rüşvettir.
	4	El koyma riski	ICR’nin “açıkça el koyma” veya “zorla millileştirmenin” 0-10 ölçeğinde değerlemesi
	5	Hükümetçe sözleşmelerin ihlali olasılığı	ICR’nin “bütçe kısıtlaması, hükümet değişimi, ya da hükümetin ekonomik ve sosyal önceliklerindeki değişim” nedeni ile “sözleşmelerde ihlâl, erteleme, veya bir kısmına uymama şeklindeki modifikasyon riskini” 0-10 ölçeğinde değerlemesi
	6	Muhasebe standartları	90 tane hususun yıllık raporlarda yer alması veya almaması bazında oluşturulan endeks.

Ek-3. 106 Adet Şeffaflık ve Açıklama Öznitelikleri

Bileşen 1: Sahiplik yapısı ve yatırımcı ilişkileri

Şirket yıllık muhasebesinde ya da Web sitesinde şu hususları açıklıyor mu:

- Çıkarılmış ve dolaşımda olan adî hisse senetlerinin sayısı?
- Çıkarılmış ve dolaşımda olan diğer hisse senetlerinin sayısı (rüçhanlı ve oy hakkı olmayan)?
- Her adî hisse senedinin nominal değeri?
- Diğer hisse senetlerinin nominal değerleri (rüçhanlı ve oy hakkı olmayan)?
- Yetki alınmış fakat çıkarılmamış ve karşılıkları ödenmemiş hisse senetlerinin sayısı?
- Yetki alınmış fakat çıkarılmamış ve karşılıkları ödenmemiş diğer hisse senetlerinin sayısı?
- En büyük paydaş?
- Büyüklük bakımından ilk üç sıradaki paydaşlar?
- Büyüklük bakımından ilk beş sıradaki paydaşlar?
- Büyüklük bakımından ilk 10 paydaş?
- Elinde %3'den fazla hisse bulunduran paydaşların sayısı ve kimlikleri?
- Elinde %5'den fazla hisse bulunduran paydaşların sayısı ve kimlikleri?
- Elinde %10'dan fazla hisse bulunduran paydaşların sayısı ve kimlikleri?
- Toplam içerisinde elinde en az %50 hisse bulunduran paydaşın (paydaşların) kimliği?
- Halka açıklık oranı?
- Eğer var ise, farklı hisse sınıflarının ayrıntıları?
- Tiplerine göre paydaşlar?
- Karşılıklı sahiplik yüzdesi?

- Bir Kurumsal Yönetim Tüzüğü ya da En İyi Uygulama Kurallarının varlığı?
- Var ise, Kurumsal Yönetim Tüzüğü ya da En İyi Uygulama Kurallarının ayrıntıları?
- Şirket ana sözleşmesine ilişkin tüm bilgiler (örneğin, değişiklikler)?
- Şirket ana sözleşmesinin ayrıntıları?
- Her oylu hisse senedi için oy hakları?
- Yöneticilerin yönetim kuruluna atanış biçimleri ve hangi hissedarların bu seçimi yaptığı?
- Hissedarların olağanüstü bir genel kurul için toplanış biçimleri?
- Yönetim kurulundan bilgi alma hakkının kullanış yöntemi?
- Paydaşlar toplantılarında öneriler getirme yöntemi?
- Son genel kurulun bir gözden geçirmesi (toplantı tutanakları gibi)?
- Paydaşlar için önemli tarihlerin bir takvimi?
- Aile sahipliğine ilişkin resmî ya da gayri resmî oylama sözleşmeleri veya oylama blokları var mı?
- Üst yöneticilerin ellerinde şirket hisseleri bulunuyor mu?
- Kurumsal, şirket ya da karşılıklı hissedarlık durumlarında son çıkar sahipleri açıklanıyor mu?

Bileşen 2: Finansal şeffaflık ve bilgi açıklama

Şirket yıllık faaliyet raporunda ya da Web sitesinde şunları açıklıyor mu?

- Yıllık faaliyet raporu (özellikle de şirketin Web sayfasında yer alıp almadığı)?
- Muhasebe politikaları?
- Kapsamında finansal tablolarını hazırladığı standart?
- Yerel muhasebe standartlarına uygun finansal tabloları?
- Uluslararası kabul görmüş muhasebe standartlarına uygun finansal tabloları (IAS/U.S. GAAP)?

- Uluslararası kabul görmüş muhasebe standartlarına uygun bilançosu (IAS/U.S. GAAP)?
- Uluslararası kabul görmüş muhasebe standartlarına uygun gelir tablosu (IAS/U.S. GAAP)?
- Uluslararası kabul görmüş muhasebe standartlarına uygun nakit akımları tablosu (IAS/U.S. GAAP)?
- Enflasyona göre düzeltilmiş muhasebe tabloları?
- Herhangi bir esas gelir unsurları tahmini?
- Bir ayrıntılı gelir unsurları tahmini?
- Üçer aylık dönemler halinde finansal bilgiler?
- Bir faaliyet alanı analizi (iş koluna indirgenmiş olarak)?
- Denetici şirketinin adı?
- Denetici raporunun bir kopyası?
- Deneticiye denetim ücreti olarak ödenmiş tutar?
- Deneticiye denetim ücreti dışında ödenmiş herhangi bir tutar?
- Birleştirilmiş finansal tablolar?
- Şirketin varlık değerlendirme yöntemi?
- Duran varlıkların amortisman yöntemi?
- Bir azınlık hissesine sahip olduğu bağlı şirketlerin listesi?
- Yerel muhasebe standartları ile IAS/U.S. GAAP arasında hesaplar arası uyum sağlama?
- Bağlı şirketlerinin sahiplik yapıları?
- İçerisinde faaliyet yürüttüğü iş türünün ayrıntıları?
- Üretilen ürünlerin, sağlanan hizmetlerin ayrıntıları?
- Fiziksel olarak çıktı (örneğin, kullanıcı sayısı)?
- Kullanılan varlıkların karakteristikleri?

- Verimlilik göstergeleri (örneğin, ROA ve ROE)?
- Endüstriye has oranlar var mı?
- Kurum (şirket) stratejisine ilişkin bilgi?
- Gelecek yıl (ileriki yıllar) için yatırım plânlarının bir özeti?
- Gelecek yılki yatırım plânına (ileriki yıllar için yatırım plânlarına) ilişkin ayrıntılı bilgi?
- Herhangi bir çıktı tahmini yapılmış mı?
- Endüstrinin eğilimlerinin gözden geçirilmesi?
- Faaliyette bulunduğu her iş kolundaki ya da tüm iş kollarındaki toplam piyasa payı?
- İlişkili taraflarla işlemlerinin bir listesi/kaydı?
- Grup işlemlerinin bir listesi/kaydı?

Bileşen 3: Yönetim kurulu ve yönetim yapısı ve işlemleri

Şirket yıllık faaliyet raporunda ya da Web sitesinde şunları açıklıyor mu:

- Yönetim kurulu üyelerinin adlarının bir listesini ?
- Yöneticilere ilişkin ayrıntılar (isim/unvan dışında)?
- Yöneticilerin halihazırdaki görevleri/konumlarına ilişkin ayrıntılar?
- Yöneticilerin önceki görevleri/konumlarına ilişkin ayrıntılar?
- Her bir yöneticinin yönetim kurulunda göreve başladığı tarih?
- Yöneticilerin icradan sorumlu yöneticiler ya da dışarıdan yöneticiler olarak sınıflanmışlar mı?
- Yönetim kurulu başkanının adı?
- Yönetim kurulu başkanına ilişkin ayrıntılar (adı/unvanı dışında)?
- Yönetim kurulunun rolüne ilişkin ayrıntılar?
- Yönetim kurulunun sorumluluğuna bırakılmış hususların bir listesi?

- Yönetim kurulu komitelerinin bir listesi?
- Bir denetim komitesinin var olup olmadığı?
- Denetim komitesini oluşturan isimler?
- Bir ödüllendirme/ücret belirleme komitesinin var olup olmadığı?
- Ödüllendirme/ücret belirleme komitesini oluşturan isimler?
- Bir atama komitesinin var olup olmadığı?
- Atama komitesini oluşturan isimler?
- Denetim komitesinin dışında, iç denetim işlevlerinin var olup olmadığı?
- Bir strateji/yatırım/finansman komitesinin var olup olmadığı?
- Şirketin, yöneticiler tarafında elde bulundurulmuş hisselerinin sayısı?
- Son yönetim kurulu toplantısının bir özeti (toplantı tutanakları gibi)?
- Yönetim kurulundaki yöneticilere bir eğitim sağlanıyor mu?
- Yönetim kurulundaki yöneticilerin ödemelerine ilişkin karar süreci?
- Yönetim kurulundaki yöneticilerin ödemelerinin özellikleri (maaş düzeyleri gibi)?
- Yönetim kurulundaki yöneticilerin maaşlarının ödeniş biçimleri (nakit ya da hisse senedi olarak gibi)?
- Yönetim kurulundaki yöneticilere performansları karşılığı yapılan ödemelerin özellikleri?
- Üst yöneticilerin bir listesi (yönetim kurulunda olmayanların)?
- Üst yöneticilerin eğitim ve yetişme durumları?
- Yöneticilerin ödemelerine ilişkin karar süreci?
- Yöneticilerin ödemelerinin özellikleri?
- Yöneticilerin maaşlarının ödeniş biçimleri?
- Yöneticilere performansları karşılığı yapılan ödemelerin özellikleri?
- İcradan sorumlu genel müdürün (CEO'nun) sözleşmesinin ayrıntıları?

- Yöneticilerin elde bulundurdıkları diğer bağlı şirketlere ait hisse senetlerinin sayıları?
- Yönetim kurulu üyelerinin ana şirketin çalışanları olup olmadıkları (eğer şirket, birleştirilmiş bir bağlı ortaklık/yan kuruluş ise)?
- Ana şirket ve bağlı şirketleri arasındaki ilişkilerin niteliği bakımından herhangi bir grup politikası olup olmadığı (bağlı ortaklık/yan kuruluşların kurumsal yönetimleri bakımından)? Üst yöneticilerin her hangi bir üyesinin her hangi bir büyük hissedar ile bir ilişkisi var mı (aileden biri olma, bir işte ortak olma ya da benzeri biçimde) ?

**Ek- 4 31.08.2007-30.04.2008 Tarihleri Arası İMKB Hisse Senetleri
Piyasası Getiri Endeksleri Değerleri**

Gözlem Numarası	Tarih	Seans	İMKBTÜM	İMKB100	İMKB30	İMKBKY
1	31.08.2007	2	60836,78	62574,93	77769,82	49896,19
2	03.09.2007	2	60530,24	62248,76	77271,40	50187,03
3	04.09.2007	2	60738,88	62367,98	77464,43	49748,62
4	05.09.2007	2	60036,70	61606,09	76420,96	49918,44
5	06.09.2007	2	60243,27	61830,47	76742,12	49979,93
6	07.09.2007	2	59587,58	61143,66	75898,72	49216,45
7	10.09.2007	2	59036,13	60518,54	74988,88	49096,08
8	11.09.2007	2	59880,28	61450,01	76216,89	49298,49
9	12.09.2007	2	59843,33	61371,32	76196,87	49623,88
10	13.09.2007	2	60345,59	61929,11	76908,76	49971,48
11	14.09.2007	2	61390,37	63101,36	78808,84	49575,53
12	17.09.2007	2	61282,58	62996,19	78617,45	49542,98
13	18.09.2007	2	61235,93	62951,80	78656,66	49356,59
14	19.09.2007	2	65060,90	67169,05	84511,91	51471,81
15	20.09.2007	2	64684,70	66743,96	83889,83	51827,17
16	21.09.2007	2	65048,61	67166,64	84208,06	52695,34
17	24.09.2007	2	64734,26	66790,88	83620,28	52348,59
18	25.09.2007	2	63963,31	65933,84	82504,13	51532,21
19	26.09.2007	2	65489,48	67619,99	84787,65	52777,67
20	27.09.2007	2	65682,41	67799,95	85048,32	53118,86
21	28.09.2007	2	65325,81	67368,67	84334,64	53008,57
22	01.10.2007	2	65491,09	67560,42	84552,70	53255,46
23	02.10.2007	2	66076,03	68227,65	85533,95	52924,48
24	03.10.2007	2	65418,52	67519,11	84442,62	52192,17
25	04.10.2007	2	66253,91	68455,26	85628,91	52239,10
26	05.10.2007	2	68341,65	70795,13	88904,04	53339,46
27	08.10.2007	2	67729,22	70154,55	87953,13	53568,44
28	09.10.2007	2	69543,32	72188,26	90901,92	55739,33
29	10.10.2007	2	69062,19	71601,53	90066,86	55195,85
30	15.10.2007	2	69945,36	72616,43	91742,36	54556,34
31	16.10.2007	2	68759,55	71311,38	89793,72	53597,60
32	17.10.2007	2	69668,66	72242,36	90921,30	54602,58
33	18.10.2007	2	67790,03	70167,63	87901,46	53727,90
34	19.10.2007	2	66871,81	69193,28	86273,18	53303,28
35	22.10.2007	2	65033,99	67301,48	83873,04	52546,05
36	23.10.2007	2	67113,44	69524,22	86832,27	53759,36
37	24.10.2007	2	66992,17	69414,80	86679,73	54318,44
38	25.10.2007	2	67108,42	69526,74	86763,49	54173,80

39	26.10.2007	2	67939,69	70422,51	88086,60	54857,30
40	30.10.2007	2	68282,16	70831,32	88737,98	55864,09
41	31.10.2007	2	69271,03	71881,10	90258,12	57090,94
42	01.11.2007	2	68968,94	71576,17	90011,27	56139,46
43	02.11.2007	2	68419,97	70932,11	88957,17	54935,30
44	05.11.2007	2	67522,55	69945,57	87331,07	53413,88
45	06.11.2007	2	68508,50	70995,65	88911,86	54064,80
46	07.11.2007	2	67559,44	69960,71	87412,52	54034,37
47	08.11.2007	2	66537,85	68818,30	85862,87	54438,83
48	09.11.2007	2	64860,78	66982,25	83443,76	53875,17
49	12.11.2007	2	65297,89	67474,98	84212,09	54076,51
50	13.11.2007	2	66017,67	68267,18	85462,52	54766,04
51	14.11.2007	2	67087,72	69447,27	87177,64	55199,61
52	15.11.2007	2	66031,00	68297,12	85500,51	54131,82
53	16.11.2007	2	65569,88	67750,00	84677,67	54214,83
54	19.11.2007	2	64386,97	66450,54	82894,70	53110,13
55	20.11.2007	2	64732,81	66843,37	83480,94	53258,93
56	21.11.2007	2	63630,00	65642,96	82092,33	51608,62
57	22.11.2007	2	63161,56	65123,64	81285,41	51584,69
58	23.11.2007	2	63317,46	65288,27	81460,68	51654,34
59	26.11.2007	2	63699,81	65726,42	82237,38	51910,78
60	27.11.2007	2	62288,91	64191,68	80053,03	51323,53
61	29.11.2007	2	64249,70	66348,60	82931,16	52122,61
62	30.11.2007	2	65423,25	67636,91	84617,58	52493,54
63	03.12.2007	2	65583,93	67769,43	84743,73	53303,01
64	04.12.2007	2	65208,82	67386,75	84165,63	52315,26
65	05.12.2007	2	66916,20	69267,96	86818,91	53352,98
66	06.12.2007	2	67693,15	70098,50	88112,14	53435,73
67	07.12.2007	2	68065,95	70477,37	88531,38	54010,87
68	10.12.2007	2	68103,53	70512,36	88766,56	53843,62
69	11.12.2007	2	67843,99	70203,78	88405,12	53700,90
70	12.12.2007	2	68383,74	70821,27	89402,12	53575,26
71	13.12.2007	2	66637,25	68915,92	86637,83	53174,63
72	14.12.2007	2	66251,41	68507,60	86086,15	52886,67
73	17.12.2007	2	64696,21	66875,39	83913,02	52508,45
74	18.12.2007	2	65395,85	67649,08	84982,17	53631,15
75	24.12.2007	2	66876,33	69254,60	86943,09	54150,77
76	25.12.2007	2	66758,95	69092,63	86673,46	54144,58
77	26.12.2007	2	66773,08	69083,31	86756,74	54054,51
78	27.12.2007	2	66562,86	68908,43	86434,10	54176,53
79	28.12.2007	2	67124,70	69489,08	87051,31	55473,87
80	31.12.2007	2	66944,43	69289,11	86684,52	55406,17
81	02.01.2008	2	66015,23	68253,97	85148,71	54306,16

82	03.01.2008	2	64704,67	66797,84	83103,77	53465,94
83	04.01.2008	2	63560,98	65536,04	81387,96	52550,47
84	07.01.2008	2	63593,92	65585,51	81385,97	52787,19
85	08.01.2008	2	64404,73	66416,90	82359,57	53908,75
86	09.01.2008	2	63838,12	65786,60	81489,98	53464,64
87	10.01.2008	2	63421,72	65312,87	80805,51	53907,10
88	11.01.2008	2	62945,90	64775,89	80130,62	56286,21
89	14.01.2008	2	62446,36	64227,32	79461,73	55473,63
90	15.01.2008	2	61170,91	62850,53	77671,63	55817,77
91	16.01.2008	2	59656,31	61249,23	75774,11	52619,20
92	17.01.2008	2	59414,67	61010,84	75486,89	51218,67
93	18.01.2008	2	59099,82	60704,81	75324,32	51215,06
94	21.01.2008	2	55443,90	56820,58	70479,27	48266,26
95	22.01.2008	2	54200,47	55634,91	69284,92	46643,63
96	23.01.2008	2	51809,36	53072,07	66052,91	44729,78
97	24.01.2008	2	54694,90	56155,18	70194,10	47364,88
98	25.01.2008	2	55323,66	56762,15	70661,21	47755,75
99	28.01.2008	2	53239,34	54528,25	67616,82	46293,35
100	29.01.2008	2	54286,81	55608,69	69113,45	47468,79
101	30.01.2008	2	54072,89	55274,01	68389,52	47273,41
102	31.01.2008	2	52240,32	53269,28	65741,48	46149,50
103	01.02.2008	2	54229,09	55458,20	68564,59	46766,24
104	04.02.2008	2	55684,24	57039,95	70532,88	47831,05
105	05.02.2008	2	54095,91	55331,82	68026,43	46588,84
106	06.02.2008	2	52947,83	54042,70	66363,16	45149,08
107	07.02.2008	2	51294,10	52232,35	63919,72	43532,41
108	08.02.2008	2	51363,80	52346,43	63985,57	44087,93
109	11.02.2008	2	50602,10	51579,13	63079,26	43012,57
110	12.02.2008	2	53101,49	54320,12	66972,03	43975,78
111	13.02.2008	2	54492,50	55832,96	69005,32	44882,34
112	14.02.2008	2	55392,46	56757,68	70140,66	45511,10
113	15.02.2008	2	54016,42	55275,05	68063,58	45164,97
114	18.02.2008	2	55734,91	57067,09	70439,28	46917,86
115	19.02.2008	2	56337,27	57700,37	71186,23	47181,16
116	20.02.2008	2	55913,70	57235,61	70610,64	47592,01
117	21.02.2008	2	56593,48	57946,61	71567,31	48275,62
118	22.02.2008	2	55619,70	56880,96	70082,55	48137,76
119	25.02.2008	2	54871,41	56010,74	68749,46	47571,10
120	26.02.2008	2	55546,06	56796,18	69751,71	48465,60
121	27.02.2008	2	56379,79	57714,13	71068,92	49765,47
122	28.02.2008	2	55912,17	57168,93	70164,17	49231,51
123	29.02.2008	2	54721,88	55863,43	68268,88	47596,42
124	03.03.2008	2	53136,90	54075,26	66059,92	45173,94

125	04.03.2008	2	52734,95	53550,58	65255,27	44533,55
126	05.03.2008	2	53329,18	54230,51	66323,19	44720,54
127	06.03.2008	2	52271,46	53052,56	64766,69	44114,08
128	07.03.2008	2	51158,16	51821,64	63283,60	42467,75
129	10.03.2008	2	51249,07	51818,73	63122,22	41894,40
130	11.03.2008	2	53299,77	54043,37	66295,07	44161,03
131	12.03.2008	2	54316,67	55203,79	67900,97	46343,47
132	13.03.2008	2	52235,00	52925,40	64978,83	43979,94
133	14.03.2008	2	52484,34	53129,98	65255,80	43329,04
134	17.03.2008	2	48730,94	49167,00	60417,81	39835,96
135	18.03.2008	2	50315,49	50802,42	62509,94	40612,57
136	19.03.2008	2	50520,91	51035,38	62661,75	40485,18
137	20.03.2008	2	49357,50	49713,91	60881,65	39377,46
138	21.03.2008	2	49212,59	49553,34	60564,74	38939,89
139	24.03.2008	2	50923,45	51337,03	63010,11	40005,37
140	25.03.2008	2	50716,97	51152,59	62867,37	39686,40
141	26.03.2008	2	50304,43	50735,86	62397,69	39160,22
142	27.03.2008	2	50265,39	50706,44	62369,47	40252,94
143	28.03.2008	2	48923,68	49291,72	60521,21	39236,96
144	31.03.2008	2	48544,68	48856,39	59939,23	39330,78
145	01.04.2008	2	50598,04	51055,84	62873,94	40152,60
146	02.04.2008	2	50965,43	51485,26	63455,20	40624,96
147	03.04.2008	2	49995,51	50448,82	62073,29	40834,86
148	04.04.2008	2	51347,96	51959,49	64300,42	42612,75
149	07.04.2008	2	52396,55	53108,21	65892,56	43239,37
150	08.04.2008	2	52288,08	52973,83	65607,97	43549,01
151	09.04.2008	2	53170,68	53923,23	66954,87	43754,28
152	10.04.2008	2	52256,34	52912,61	65494,54	43131,30
153	11.04.2008	2	52141,68	52769,70	65275,01	43020,24
154	14.04.2008	2	51893,44	52503,22	64977,15	43001,45
155	15.04.2008	2	51739,57	52298,00	64679,93	43383,95
156	16.04.2008	2	51738,25	52262,59	64429,78	43491,03
157	17.04.2008	2	51804,12	52320,26	64442,54	43200,62
158	18.04.2008	2	53015,72	53627,25	66358,57	44102,84
159	21.04.2008	2	53541,70	54160,71	66989,48	44791,66
160	22.04.2008	2	53311,04	53861,98	66448,72	44582,65
161	24.04.2008	2	53782,02	54317,94	67014,41	44961,19
162	25.04.2008	2	54207,87	54825,46	67758,85	45031,92
163	28.04.2008	2	54228,15	54850,80	67734,87	45365,77
164	29.04.2008	2	53566,05	54147,18	66787,56	45691,95
165	30.04.2008	2	54067,86	54667,39	67404,86	46316,06

ÖZET

SIVACIOĞLU Can Mert. Kurumsal Yönetim, Sermaye Piyasalarındaki Ölçülebilir Etkileri ve Bir Uygulama , Yüksek Lisans Tezi, Ankara, 2008.

Yatırımcılar iyi bir yönetim standardını güven unsuru olarak kabul edip, bu standartlara prim ödemeye istekli midirler? Tez dünyada ve Türkiye’de kurumsal yönetim uygulamalarını inceleyerek, iyi yönetimin piyasalar tarafından nasıl algılandığını nitel ve nicel sonuçlara dayalı olarak araştırmaktadır. Kurumsal yönetim konusunda kavramsal bir çerçeve sunarak, bu konuda ilgili tüm disiplinlerin yarar sağlayabileceği bir kaynak oluşturulmaya çalışılmıştır. Türkiye’de kurumsal yönetim konusunda sağlanan ilerlemeler değerlendirilmiş, dünyanın beşinci kurumsal yönetim endeksi olan İMKBKY’nin yapısı incelenmiştir. Türkiye için, kurumsal yönetim uygulamalarının yetkili derecelendirme kuruluşlarının onayından geçtiği Türk şirketlerinin oluşturduğu İMKBKY’nin getiri performansı, İMKB’nin temel üç endeksiyle karşılaştırılarak endeksler arasındaki ilişkinin yönü ve şiddeti analiz edilmiştir.

Anahtar Sözcükler

1. Kurumsal Yönetim
2. Kurumsal Yönetim Endeksi
3. Türkiye
4. Ölçülebilir Etkiler
5. İMKB

ABSTRACT

SIVACIOĞLU, Can Mert. Corporate Governance: Its Measurable Effects on The Financial Markets & An Application, MBA Thesis, Ankara, 2008.

Whether the investors are ready to accept a good governance standard as an essential safety measure for their future investments, and willing to pay a premium for it? The working paper surveys for how the good governance perceived or construed and treated by the markets in Turkey and all over the globe, based on the quantitative and qualitative consequences of it. Context of the paper attempts to outline the conceptual framework of the Corporate Governance, and establish a referable source for the topic, by all relevant disciplines. Developments are evaluated those have been achieved in corporate governance in Turkey; and the structure of the ISE-CGI (ISE Corporate Governance Index) have been examined, which is the fifth in the world. The return performance of the ISE-CGI of Turkey, which is constructed by the Turkish firms those have been evaluated as satisfactory executors of corporate governance principles by the independent evaluation firms, has been compared against the other basic three indices of ISE; and the signs and magnitudes of the relationships between the indices have been analyzed.

Key Words

1. Corporate Governance
2. Corporate Governance Index
3. Turkey
4. Measurable Effects
5. ISE

