

**T. C.**  
**İstanbul Üniversitesi**  
**Sosyal Bilimler Enstitüsü**  
**İşletme Anabilim Dalı**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**TÜRKİYE'DE KURUMSAL YÖNETİM  
ENDEKSİNE GİRİŞİN BORSA İSTANBUL'DA  
İŞLEM GÖREN ŞİRKETLERİN HİSSE SENEDİ  
GETİRİ ORANLARI ÜZERİNDEKİ ETKİSİ**

**Esra YAVUZ**

**2501080428**

**TEZ DANIŞMANI**

**Doç. Dr. Erdinç ALTAY**

**İstanbul, 2014**



Y Ü K S E K L İ S A N S  
T E Z O N A Y I

Ö Ğ R E N C İ N İ N

Adı ve Soyadı : ESRA YAVUZ

Numarası : 2501080428

Anabilim/Bilim Dalı : İŞLETME-İKTİSAT

Tez Savunma Tarihi : 02.05.2014

Danışman : DOÇ. DR. ERDİNÇ ALTAY

Tez Savunma Saati : 14:00

Tez Başlığı : "TÜRKİYE'DE KURUMSAL YÖNETİM ENDEKSİNE GİRİŞİN BORSA İSTANBUL'DA İŞLEM GÖREN ŞİRKETLERİN HİSSE SENEDİ GETİRİ ORANLARI ÜZERİNDEKİ ETKİSİ"

TEZ SAVUNMA SINAVI, Lisansüstü Öğretim Yönetmeliği'nin 36. Maddesi uyarınca yapılmış, sorulan sorulara alınan cevaplar sonunda adayın tezinin KABULÜ'NE OYBİRLİĞİ / ~~OYÇOKLUĞUYLA~~ karar verilmiştir.

JÜRİ ÜYESİ	İMZA	KANAATİ (KABUL / RED / DÜZELTME)
1- PROF. DR. N. HÜLYA TALU		KABUL
2- DOÇ. DR. ERDİNÇ ALTAY		KABUL
3- YRD. DOÇ. DR. ABDÜLKADİR TUNA		KABUL

YEDEK JÜRİ ÜYESİ	İMZA	KANAATİ (KABUL / RED / DÜZELTME)
1- DOÇ. DR. DÜNDAR MURAT DEMİRÖZ		
2- YRD. DOÇ. DR. MEHMET SABRİ TOPAK		

# TÜRKİYE'DE KURUMSAL YÖNETİM ENDEKSİNE GİRİŞİN BORSA İSTANBUL'DA İŞLEM GÖREN ŞİRKETLERİN HİSSE SENEDİ GETİRİ ORANLARI ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

Esra Yavuz

## ÖZ

Bu tez çalışması, kurumsal yönetim ilkelerinin ortaya çıkışını, gelişimini, özelliklerini ve şirketlere sağladığı katkıları hakkında bilgi sunarken, esas itibariyle “olay çalışması” (event study) yönteminden yararlanılarak, Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi'ne (BIST Kurumsal Yönetim Endeksi) girişin Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlerin hisselerinin getirileri üzerindeki etkisini araştırmaktadır. BIST Kurumsal Yönetim Endeksi kapsamında bulunan şirketlerin hisse senedi getirileri üzerinde yapılan 2 farklı analiz kapsamında yapılan incelemelerde, BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne girişin Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlerin hisse senedi getirilerine olan etkisinin kısa bir dönem aralığında da olsa mevcut olduğu gözlenmiştir.

**Anahtar Kelimeler:** Kurumsal Yönetim, Hisse Senedi Getirileri, Olay Çalışması, Borsa İstanbul.

# **EFFECT OF ENTRY TO CORPORATE MANAGEMENT INDEX ON STOCK REVENUE RATES OF COMPANIES REGISTERED TO STOCK EXCHANGE ISTANBUL**

**Esra Yavuz**

## **ABSTRACT**

This thesis study searches effects of entry to corporate management index on stock revenue rates of companies registered to stock exchange Istanbul by using event study method while submitting information about emergence, development, features and benefits of corporate management principles for the company. According to 2 different analyses conducted about stock revenues of companies covered by BIST Corporate Management Index; it has been observed that entry to BIST Corporate Management Index has an effect though it is short-term on stock revenues of companies of which stocks are transected in Stock Exchange Istanbul.

**Key Words** : Corporate Management, Stock Revenue Rates, Event Study, Stock Exchange Istanbul.

## ÖNSÖZ

Kurumsal yönetim ilkeleri, şirketlerin verimliliğini ve değerini artırarak hedeflerine ulaşmalarına katkı sağlamaktadır. Yaşanan küresel finansal krizler kurumsal yönetim kavramını önemli hale getirmiştir. Kurumsal yönetim ilkelerinin Türkiye’de uygulanmaya başlaması, kurumsal yönetim ilkelerinin 2003 yılında kurulan Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği (TKYD) tarafından 2004 yılında yayımlanmasıyla gerçekleşmiştir. Kurumsal yönetim ilkelerinin, şirketlerin performanslarının artışına, hedeflerinin belirlenmesine ve bu hedeflerin elde edilmesine önemli katkıları bulunmaktadır.

İyi kurumsal yönetim uygulamaları neticesinde şirketlerin rekabet edebilme gücü artmakta, şirketler, kaynaklarını daha etkin şekilde kullanabilmekte, hisse senetleri değer kazanmaktadır. İyi kurumsal yönetim uygulamaları ayrıca, şirketlere düşük sermaye maliyeti, finansman olanaklarının ve likiditenin artması, krizlerin daha kolay atlatılması gibi faydalar sağlarken, ülkelere ise uluslararası önemlerinin artması, sermayenin yurtdışına çıkışının engellenmesi, yabancı sermaye yatırımlarının ülkeye çekilmesi gibi olanaklar sağlamaktadır. İyi kurumsal yönetim uygulamaları neticesinde, yatırımcıların güvenini kazanan şirketlerin hisse senetleri değer kazanmakta ve yatırımcılar hisse senetlerinden yüksek getiriler elde edebilmektedirler.

Kurumsal yönetimin ekonomik etkinlik ve büyüme açısından önemli sonuçları bulunmaktadır. Kurumsal yönetimin etkili bir şekilde uygulanması, geniş bir özel sektör, rekabetçi bir piyasa ekonomisiyle birlikte ekonomik faydalar elde edilmesinde büyük bir öneme sahiptir.

Bu çalışmadaki amaç kurumsal yönetim kavramını, önemini, Türkiye’de ve dünyadaki gelişimini açıklayarak, BIST Kurumsal Yönetim Endeksi’ne girişin Borsa İstanbul’da işlem gören şirketlerin hisse senetlerinin getirileri üzerindeki etkisinin olay çalışması (event study) yönteminden faydalanılarak incelenmesini içermektedir.

Bu tezin yazılması aşamasında değerli katkıları için Tez Danışman’ım Sayın Doç. Dr. Erdinç ALTAY’a, tüm hayatım boyunca beni destekleyen sevgili aileme, tez çalışması boyunca beni yüreklendiren arkadaşlarıma teşekkür ederim.

## İÇİNDEKİLER

ÖZ .....	iii
ABSTRACT .....	iv
ÖNSÖZ .....	v
TABLolar .....	viii
ŞEKİLLER .....	ix
KISALTMALAR LİSTESİ .....	x
ARAŞTIRMAYA KONU OLAN HİSSE SENEDİ KODLARI .....	xi
GİRİŞ .....	1

### BİRİNCİ BÖLÜM KURUMSAL YÖNETİM

1.1. KURUMSAL YÖNETİM KAVRAMI .....	3
1.2. KURUMSAL YÖNETİMİN ORTAYA ÇIKIŞ SEBEPLERİ .....	6
1.3. KURUMSAL YÖNETİMİN ÖNEMİ .....	9
1.4. KURUMSAL YÖNETİMİN AMACI VE FAYDALARI .....	11
1.5. KURUMSAL YÖNETİMİN TEMEL UNSURLARI .....	13
1.5.1. Şeffaflık .....	13
1.5.2. Hesap Verilebilirlik .....	15
1.5.3. Sorumluluk .....	16
1.5.4. Adillik .....	17
1.6. DÜNYADA KURUMSAL YÖNETİM İLE İLGİLİ BAŞLICA DÜZENLEMELER ...	19
1.6.1. Cadbury Raporu .....	19
1.6.2. Hampel Raporu .....	21
1.6.3. Greenbury Raporu .....	22
1.6.4. Sarbanes Oxley Kanunu .....	23
1.6.5. OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri .....	25
1.7. DÜNYADA BAŞLICA KURUMSAL YÖNETİM MODELLERİ .....	30
1.7.1. Anglo-Sakson Modeli .....	31
1.7.2. Kıta Avrupası Modeli .....	33

## İKİNCİ BÖLÜM

### TÜRKİYE'DE KURUMSAL YÖNETİM

2.1. TÜRKİYE'DE KURUMSAL YÖNETİM ANLAYIŞI .....	37
2.2. YENİ TÜRK TİCARET KANUNUNDA KURUMSAL YÖNETİM .....	40
2.3. SPK KURUMSAL YÖNETİM İLKELERİ .....	42
2.4. TÜSİAD KURUMSAL YÖNETİMİN EN İYİ UYGULAMA KODU: YÖNETİM KURULUNUN YAPISI VE İŞLEYİŞİ .....	50
2.5. KURUMSAL YÖNETİM KONUSUNDA TÜRKİYE'DE YAPILMIŞ BAŞLICA ARAŞTIRMALAR .....	54
2.5.1. Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) "Kurumsal Yönetim Uygulama Anketi" Sonuçları .....	55
2.5.2. Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği (TKYD), Türkiye Kurumsal Yönetim Haritası Araştırmaları .....	56
2.5.3. Borsa İstanbul 100 Şirketlerinin Kurumsal Yönetim Anlayışını Belirlemeye Yönelik Araştırma Sonuçları .....	58
2.6. KURUMSAL YÖNETİMİN FİRMA PERFORMANSI ÜZERİNDEKİ ETKİSİ VE BORSA İSTANBUL KURUMSAL YÖNETİM ENDEKSİ .....	61
2.6.1. Kurumsal Yönetim Ve Firma Performansı .....	61
2.6.2. BIST Kurumsal Yönetim Endeksi .....	67
2.6.3. Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi Temel Kuralları .....	70

## ÜÇÜNCÜ BÖLÜMÜ

### TÜRKİYEDE KURUMSAL YÖNETİM ENDEKSİNE GİRİŞİN BORSA İSTANBUL'DA İŞLEM GÖREN ŞİRKETLERİN HİSSE SENEDİ GETİRİ ORANLARI ÜZERİNDEKİ ETKİSİ

3.1. METODOLOJİ .....	77
3.2. ELDE EDİLEN BULGULAR VE DEĞERLENDİRME .....	86
3.2.1. Olay Çalışmasından Elde Edilen Bulgular .....	87
3.2.2. Kurumsal Yönetim Endeksi'ne Giriş Öncesi İle Giriş Sonrası Dönemdeki Getiri Oranlarının Farklılığının Testinden Elde Edilen Bulgular .....	97
<b>SONUÇ .....</b>	<b>105</b>
<b>KAYNAKÇA .....</b>	<b>110</b>

## TABLÖLAR

Tablo 1: Kurumsal Yönetimin Kısa Tarihi .....	4
Tablo 2: Anglo-Saxon Ve Kıta Avrupası Kurumsal Yönetim Sistemlerindeki Temel Farklılık .....	35
Tablo 3: Anglo Sakson ve Kıta Avrupası Kurumsal Yönetim Sistemlerinin Karşılaştırılması .....	35
Tablo 4: Uluslararası Finansal Analistlerin Gözünde Türkiye'nin Kurumsal Yönetim Performansı .....	39
Tablo 5: Pay Sahipleri İlkeleri ve Türkiye'deki Durum .....	44
Tablo 6: Menfaat Sahipleri İlkeleri Ve Türkiye'deki Durum .....	47
Tablo 7: Yönetim Kurulu İlkeleri ve Türkiye'deki Durum .....	49
Tablo 8: Yönetim Kurulu Üye Yapısı .....	51
Tablo 9: Türkiye'de Kurumsal Yönetim İlkeleri Uygulamalarının Mevcut Durumu .....	59
Tablo 10: Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notlarının Anlamları .....	69
Tablo 11: Fiyat Endekslerinde Düzeltme Yapılmasını Gerektiren Şirket Faaliyet Türleri Ve Düzeltme Zamanları .....	74
Tablo 12: Getiri Endekslerinde Düzeltme Yapılmasını Gerektiren Şirket Faaliyet Türleri Ve Düzeltme Zamanları .....	75
Tablo 13: Uygulama Kapsamındaki Şirketler .....	88
Tablo 14: BFG ve KBFG Değerleri ve Anlamlılık Düzeyleri .....	90
Tablo 15: BFG ve KBFG Değerleri ve Anlamlılık Düzeyleri .....	94
Tablo 16: XKURY Endeksi'ne Dahil Şirketlerin BFG ve KBFG'leri (Olay Tarihinden 20 Gün Öncesi ve 20 Gün Sonrası İçin) .....	97
Tablo 17: XKURY Endeksi'ne Dahil Şirketlerin BFG ve KBFG'leri (Olay Tarihinden 10 Gün Öncesi ve 10 Gün Sonrası İçin) .....	100
Tablo 18: XKURY Endeksi'ne Dahil Şirketlerin BFG ve KBFG'leri (Olay Tarihinden 8 Gün Öncesi ve 8 Gün Sonrası İçin) .....	102



## ŞEKİLLER

Şekil 1: Kurumsal Yönetim İlkelerinin Makro-Ekonomik Etkileri.....	13
Şekil 2: Kurumsal Yönetim Endeksi-XU100 Karşılaştırması .....	67
Şekil 3: Olay Çalışması Zaman Çizelgesi .....	81
Şekil 4: Kümülatif Beklenenden Farklı Getirilerin Olay Tarihine Duyarlılığı .....	91
Şekil 5: Kümülatif Beklenenden Farklı Getirilerin Olay Tarihine Duyarlılığı .....	95
Şekil 6: Kümülatif Beklenenden Farklı Getirilerin Olay Tarihine Duyarlılığı ve Eşleştirilmiş T Testi Sonuçları .....	99
Şekil 7: Kümülatif Beklenenden Farklı Getirilerin Olay Tarihine Duyarlılığı ve Eşleştirilmiş t Testi Sonuçları.....	101
Şekil 8: Kümülatif Beklenenden Farklı Getirilerin Olay Tarihine Duyarlılığı ve Eşleştirilmiş T Testi Sonuçları .....	103

## KISALTMALAR LİSTESİ

AB	:	Avrupa Birliği
ABD	:	Amerika Birleşik Devletleri
BCCI	:	Uluslararası Kredi ve Ticaret Bankası
BDDK	:	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu
BFG	:	Beklenenden Farklı Getiri
BIST	:	Borsa İstanbul
CEO	:	İcra Kurulu Başkanı
GCGF	:	Global Kurumsal Yönetim Forumu
İMF	:	Uluslararası Para Fonu
İMKB	:	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
KAP	:	Kamuyu Aydınlatma Platformu
KBFG	:	Kümülatif Beklenenden Farklı Getiri
KOBİ	:	Küçük ve Orta Büyüklükteki İşletmeler
MKK	:	Merkezi Kayıt Kuruluşu
OECD	:	Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü
SEC	:	Hisse Senetler ve Borsalar Kurulu
SPK	:	Sermaye Piyasası Kurulu
TBMM	:	Türkiye Büyük Millet Meclisi
TKYD	:	Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği
TTK	:	Türk Ticaret Kanunu
TÜSİAD	:	Türk Sanayicileri ve İş Adamları Derneği
Var	:	Varyans
XKURY	:	Kurumsal Yönetim Endeksi

## ARAŞTIRMAYA KONU OLAN HİSSE SENEDİ KODLARI

AEFES	:	Anadolu Efes Biracılık ve Malt Sanayi A.Ő.
AKBNK	:	Akbank T.A.Ő.
ALBRK	:	Albaraka Türk Katılım Bankası A.Ő.
ARCLK	:	Arçelik A.Ő.
ASELS	:	Aselsan Elektronik Sanayi ve Ticaret A.Ő.
ASYAB	:	Asya Katılım Bankası A.Ő.
AYGAZ	:	Aygaz A.Ő.
BOYNR	:	Boyner Büyük Mağazacılık A.Ő.
CCOLA	:	Coca Cola İçecek A.Ő.
CRDFA	:	Creditwest Faktoring A.Ő.
DOAS	:	Doğuş Otomotiv Servis ve Ticaret A.Ő.
DOHOL	:	Doğan Şirketler Grubu Holding A.Ő.
DYHOL	:	Doğan Yayın Holding A.Ő.
EGCYH	:	Egeli & Co. Yatırım Holding A.Ő.
ENKAI	:	Enka İnşaat ve Sanayi A.Ő.
GARFA	:	Garanti Faktoring Hizmetleri A.Ő.
GLYHO	:	Global Yatırım Holding A.Ő.
GRNYO	:	Garanti Yatırım Ortaklığı A.Ő.
HALKB	:	T. Halk Bankası A.Ő.

HURGZ	:	Hürriyet Gazetecilik ve Matbaacılık A.Ş.
IHEVA	:	İhlas Ev Aletleri İmalat Sanayi ve Ticaret A.Ş.
IHLAS	:	İhlas Holding A.Ş.
ISFIN	:	İş Finansal Kiralama A.Ş.
ISGYO	:	İş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
ISMEN	:	İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
LOGO	:	Logo Yazılım Sanayi ve Ticaret A.Ş.
OTKAR	:	Otokar Otomotiv ve Savunma Sanayi A.Ş.
PETKM	:	Petkim Petrokimya Holding A.Ş.
PETUN	:	Pınar Entegre Et ve Un Sanayii A.Ş.
PINSU	:	Pınar Su Sanayi ve Ticaret A.Ş.
PNSUT	:	Pınar Süt Mamülleri Sanayii A.Ş.
PRKAB	:	Prysmian Kablo A.Ş.
PRKME	:	Park Elektrik Madencilik A.Ş.
SKBNK	:	Şekerbank T.A.Ş.
TAVHL	:	Tav Hava Limanları Holding A.Ş.
TOASO	:	Tofaş Türk Otomobil Fabrikası A.Ş.
TRCAS	:	Turcas Petrol A.Ş.
TSKB	:	Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.
TTKOM	:	Türk Telekomünikasyon A.Ş.
TTRAK	:	Türk Traktör ve Ziraat Makineleri A.Ş.

TUPRS	:	Tüpraş-Türkiye Petrol Rafinerileri A.Ş.
VESTL	:	Vestel Elektronik Sanayi ve Ticaret A.Ş.
VKBYO	:	Vakıf B Tipi Menkul Kıymetler Yatırım Ortaklığı A.Ş.
YAZIC	:	Yazıcılar Holding A.Ş.
YGYO	:	Yeşil Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.
YKBNK	:	Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.

## GİRİŞ

1700'lü yıllarda İngiltere'de meydana gelen South Sea Bubble vakası, 1929 yılında Amerikan Borsası'nda, hisse senedi fiyatlarının ani düşüşüyle yaşanan borsa krizi, 1970'li yıllarda İngiltere'deki bankacılık krizi, 2001 yılında yaşanan Amerika Birleşik Devletleri'nin (ABD) en büyük enerji ve dağıtım şirketi olan ENRON'un iflası gibi yaşanan önemli olaylar, kurumsal yönetimi daha fazla gündeme getiren, kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanmasını tetikleyici gelişmeler olmuştur. Şirket yönetimlerinde yaşanan yüksek orandaki başarısızlıklar, gelişmekte olan piyasa ve ekonomilerde meydana gelen finansal krizler kurumsal yönetimin önem kazanmasına neden olmuştur. Uluslararası alanda bu konuya büyük önem vermeye başlanmış ve en az finansal performans kadar önemli olan kurumsal yönetim kalitesi ön planda tutulmuştur.

Ekonomik etkinliğe ulaşılmasında ve rekabet edilebilir pozisyona erişilmesinin arkasında etkili bir şirket yönetimi yatmaktadır. Bunu sağlamanın yolu da kurumsal yönetim ilkeleri ile uyumlu şirket yönetiminin sağlanmasından geçmektedir. Şeffaflık, hesap verebilirlik, sorumluluk, adillik ilkelerine sahip olan ve yönetimlerinde bu ilkeleri ön planda tutan şirketler bu ilkeleri uygulamayan şirketlere göre daha fazla etkin, rekabet edilebilirlik gücü fazla olmakta, kaynaklarını daha etkin bir şekilde kullanmakta ve yatırımcıların yatırım kararı verdiklerinde ilk değerlendirecekleri şirketler arasında yer almaktadır. Bu durum şirketlerin performanslarını arttırarak hisse senetlerinin değer kazanmasını sağlamaktadır.

Borsa İstanbul da kurumsal yönetim ilkelerini benimsemiş ve bu ilkeleri uygulayan şirketleri kapsayan ayrı bir endeksin borsada oluşturulmasını sağlamıştır. Derecelendirme kuruluşlarından yeterli notu alarak BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne dahil olan şirketler yatırımcıların yatırım kararlarında ön sıralarda yer almakta ve bu durum şirketlerin performanslarını arttırmaktadır.

Bu tez çalışmasında birinci bölümde kurumsal yönetimin tanımına, ortaya çıkış sebeplerine, amaçlarına, sağladığı faydalara değinilmiş, dünyadaki kurumsal yönetim ile ilgili başlıca düzenlemeler, dünyadaki başlıca kurumsal yönetim modelleri kısaca açıklanmaya çalışılmıştır.

İkinci bölümde, Türkiye’de yapılmış kurumsal yönetim ile ilgili başlıca çalışmalara, yeni Türk Ticaret Kanunu’nda (TTK) kurumsal yönetim ile ilgili düzenlemelere değinilmiştir. Kurumsal yönetimin firma performansı üzerindeki etkisinin nasıl olduğuna, bu konuda geçmiş yıllarda yapılan çalışmalara değinilmiş ve BIST Kurumsal Yönetim Endeksi’nin temel kuralları kısaca açıklanmaya çalışılmıştır.

Üçüncü ve son bölümde Türkiye’de 2007 ağustos ayından bu yana BIST Kurumsal Yönetim Endeksi’ne dahil olan şirketlerin BIST Kurumsal Yönetim Endeksi’ne dahil olmalarının söz konusu şirketlerin hisse senetlerinin getiri oranları üzerindeki etkisi olay çalışması yönetiminden yararlanılarak incelenmiştir.

# BİRİNCİ BÖLÜM

## KURUMSAL YÖNETİM

### 1.1. KURUMSAL YÖNETİM KAVRAMI

Kurumsal yönetim (corporate governance) en geniş tanımıyla modern yaşamda insanların bir amaca ulaşmak için oluşturduğu herhangi bir kurumun yönetiminin düzenlenmesini, daha dar anlamda ise, bir kurumun beşeri ve mali sermayeyi çekmesini, verimli bir şekilde çalışarak ait olduğu toplumun değerlerine saygı gösterirken uzun dönemde de ortaklarına ekonomik katkı sağlayan her türlü kanun, yönetmelik ve uygulamaları ifade etmektedir. Kurumsal yönetim etik kurallar, kanunlara uyma, çevrenin korunması gibi alanlarla ilgili genel bir yaklaşımdır.<sup>1</sup>

Kurumsal yönetim, piyasa ekonomisinde, bir yandan şirket yöneticileri ve girişimciler diğer yandan şirkete yatırım yapanlar arasındaki ilişkileri düzenleyen, kanun, yönetmelik ve iş hayatında kabul gören uygulamaları içeren özel ve kamusal düzenlemeler olarak tanımlanabilir.<sup>2</sup>

Anonim ortaklık, ortaklardan, sermaye piyasası müşterilerinden, ortaklıkla ticari ilişkide bulunan veya ticari ilişkide bulunacak kişilerden, işçi ve memurlardan, vergi alacaklısı ve topluma daha iyi bir hayat sunma görevini üstlenen devletten oluşan büyük bir sosyal topluluğu ilgilendirmektedir. Söz konusu topluluk anonim ortaklığın başarılı işleyişinden faydalanırken, başarısızlığından ve kötü idaresinden de olumsuz olarak etkilenebilmektedir. Kurumsal yönetim, anonim ortakların idaresinde ve faaliyetlerinde kar elde etme ve pay sahiplerine kar dağıtma amacını taşımakta, söz konusu topluluğun haklarına da önem vermektedir.<sup>3</sup>

---

<sup>1</sup> TÜSİAD, **Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi**, Yayın No: TÜSİAD-T/2002-12/336, İstanbul, 2002, s.9.

<sup>2</sup> Charles P.Oman, "Corporate Governance And National Development", **OECD Technical Papers**, No:180, 2001, ss.1-47.

<sup>3</sup> Kübra Şehirli, **Kurumsal Yönetim**, SPK Denetleme Dairesi Araştırma Raporu, Sayı:14-4/55-3, Ankara, 1999, s.2.



Kurumsal yönetim bir şirketin yönetimini, yönetim kurulu, hissedarlar ve diğer paydaşlar arasındaki çeşitli ilişkileri içermekte, şirketin hedeflerinin oluşturulduğu ve bu hedeflere ulaşmak için kullanılacak araçların ve izlenecek performansın belirlendiği bir yapı sağlamaktadır. Kurumsal yönetim ilkelerinin iyi uygulanması, yönetim kurulu ve yöneticilerin, şirketin ve hissedarların hedefleri için uygun teşvik ve etkin bir gözetim sağlar. Kurumsal yönetimin tek bir şirket içinde ve bir ekonominin genelinde etkin bir şekilde uygulanması, piyasa ekonomisinin düzgün işlemesine yardımcı olmaktadır.<sup>4</sup>

Bir başka tanıma göre kurumsal yönetim; şirketlerin, sermaye çekebilmelerini piyasalarda etkin ve verimli bir şekilde faaliyette bulunarak kurumsal amaçlarına ulaşabilmelerini, kanun tarafından kendilerine verilen görevleri eksiksiz olarak yerine getirebilmelerini, şirket ortaklarının, piyasa katılımcılarının ve toplumun beklentilerini karşılayabilmelerini sağlayamaya yönelik kanunlar, düzenlemeler ve özel sektör uygulamalarıdır.<sup>5</sup>

Kurumsal yönetimin ana unsurlarını, yatırımcı haklarının korunması, ortakların eşit ve adil muamele görmesi, doğrudan çıkar sahiplerinin rolü, kamuyu aydınlatma, yönetim ve şeffaflık, yönetim kurulunun sorumluluğu olarak tanımlayabiliriz.<sup>6</sup>

Kurumsal yönetimin kısa tarihi Tablo1'deki gibi gösterilebilir.

**Tablo 1: Kurumsal Yönetimin Kısa Tarihi**

<b>1600'ler</b>	Doğu Hindistan şirketi, mülkiyet ve kontrolü birbirinden ayıran bir Direktörler Kurulunu oluşturuyor. (Birleşik Krallık, Hollanda)
<b>1776</b>	Adam Smith "Ulusların Zenginliği" isimli kitabında, yönetim üzerindeki zayıf kontrolü ve ayrıcalıkları vurguluyor. (Birleşik Krallık)

<sup>4</sup> Kurumsal Yönetim Derneği Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü, **Kurumsal Yönetim İlkeleri**, Yayın No: KYD-Y/2005-01-01, Cem Ofset, İstanbul, 2005, s.9.

<sup>5</sup> Cengiz Alp Eroğlu, **Kurumsal Yönetim İlkeleri Çerçevesinde Kamunun Aydınlatılması**, Sermaye Piyasası Kurulu, Yeterlik Etüdü, Hukuk İşleri Dairesi, Ankara, 2003, s.3.

<sup>6</sup> Erhan Topaç, **Kurumsal Yönetim İlkelerinin Sermaye Piyasalarının Gelişmesindeki Önemi ve Türkiye Uygulamaları**, İMKB Sermaye Piyasalarında Kurumsal Yönetim İlkeleri Konferansı, İstanbul, Nisan 2002, (Çevrimiçi) <https://www.gedik.com>, 12/09/2013.

**Tablo 1: Kurumsal yönetimin Kısa Tarihi (Devamı)**

<b>1844</b>	İlk Anonim Şirket Paktı. (Birleşik Krallık)
<b>1931</b>	Berle ve Means "Modern yönetim ve Özel Mülkiyet" isimli çalışmalarını yayınlıyor.
<b>1933/34</b>	1933'teki Menkul Kıymetler Antlaşması, menkul kıymetleri düzenleyen ilk anlaşmadır, özellikle kayıt beyanıdır. 1934 antlaşması yürürlük için olan sorumluluğu Hisse Senetler ve Borsalar Kurulu'na (SEC) verir.
<b>1968</b>	Avrupa Birliği (AB) ilk kurum hukuk direktifini benimser
<b>1987</b>	Treadway Komisyonu hileli finansal raporlamayı raporlar, denetim komitelerinin statü ve rolünü onaylar ve 1992'de ABD'de de yayınlanan iç kontrol için bir çerçeve ya da COSO geliştirir.
<b>1990'ların başı</b>	Polly Peck (1. 3 milyar kayıp), BCCI ve Maxwell (480 milyon) işletme imparatorluklarının iflası, yatırımcıları korumak için geliştirilmiş kurumsal yönetimi getirir. (Birleşik Krallık)
<b>1992</b>	Cadbury Komitesi kurumsal yönetim ile ilgili ilk kanunu yayınlıyor ve 1993'te İngiltere Borsasına kotalı şirketlerin "kanun ya da açıklama" temelinde yönetimlerini beyan etmeleri gerekliliği getirilir. (Birleşik Krallık)
<b>1994</b>	Kral raporunun yayınlanması. (Güney Afrika)
<b>1994,1995</b>	Rutteman (İç Kontrol ve Finansal raporlama üzerine), Greenbury (Yönetimsel mükafat üzerine) ve Hampel (Kurumsal Yönetim üzerine) raporları yayınlıyor. (Birleşik Krallık)
<b>1995</b>	Rusya borsasında işlem gören Şirketler Kanunu benimsenir. (Rusya)
<b>1995</b>	Vienot raporunun yayınlanması. (Fransa)
<b>1996</b>	Peters raporunun yayınlanması. (Hollanda)
<b>1996</b>	Rus Menkul Kıymetler Piyasası Kanunu benimsenir. (Rusya)
<b>1998</b>	Birleşik yasanın yayınlanması. (Birleşik Krallık)
<b>1999</b>	Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD) ilk uluslararası karşılaştırmayı yayınlıyor. Kurumsal yönetimin OECD temelleri
<b>1999</b>	İç kontroldeki Turnbull korumasının yayınlanması. (Birleşik Krallık)

**Tablo 1: Kurumsal yönetimin Kısa Tarihi (Devamı)**

<b>2001</b>	Rus borsasında işlem gören şirketler Kanunu değiştirilir. (Rusya)
<b>2001</b>	Enron firmasının-Amerikan borsasında işlem gören 7. en büyük şirket iflası. (Amerika)
<b>2001</b>	Avrupa menkul kıymetler borsasının düzenlenmesine yönelik Lamfalussy raporunun yayınlanması
<b>2002</b>	Alman kurumsal yönetim yasasının yayınlanması. (Almanya)
<b>2002</b>	ABD' deki Enron iflası ve diğer kurumsal skandallar Sarbanes-Oxley Antlaşmasını beraberinde getirir. Avrupada şirket hukuk reformu üzerine Winter Raporu yayınlanır. (AB)
<b>2003</b>	Kurumsal olmayan direktörler üzerine Higgs Raporu yayınlanır. (Birleşik Krallık)
<b>2004</b>	Parmalat skandalı İtalyayı sarsar, AB genelindeki muhtemel yansımalarıyla. (AB)

**Kaynak:** International Finance Corporation ,United States of Amerika A Member of the World Bank Group, **2121 Pennsylvania Ave. NW**, Washington, DC 20433, 2007, s.10.

## 1.2. KURUMSAL YÖNETİMİN ORTAYA ÇIKIŞ SEBEPLERİ

Yüzyıllar boyunca kurumsal başarısızlık ve sistemik krizlere tepki olarak kurumsal yönetim sistemleri geliştirilmiştir. İyi belgelenmiş ilk yönetim başarısızlığı 1700'lü yıllarda İngiltere'de meydana gelen South Sea Bubble vakasıdır. Bu olaydan sonra İngiltere'de iş hukuku ve uygulamalarda değişim yapılmıştır. Benzer şekilde, 1929 yılında Amerikan Borsası'nda, hisse senetleri fiyatlarının ani düşüşüyle birlikte yaşanan borsa krizinin hemen ardından Amerikan iş hukuku değiştirilmiştir. 1970'li yıllarda İngiltere'de yaşanan bankacılık krizi ve 1980'lerde ABD'de yaşanan mevduat ve kredi piyasalarındaki çöküşle birlikte bu süreç devam etmiştir.<sup>7</sup>

Kurumsal yönetim kavramı, Avrupa, ABD ve Japonya'da 19'uncu yüzyıldan itibaren yaygın bir şekilde kullanılmaya başlanmıştır. 1990'larda, kurumsal yönetim,

<sup>7</sup>Adrian Cadbury, **Corporate Governance: A Framework for Implementation**, Private Sector Development, Knowledge Management Unit, The World Bank Group, Washington, DC 30446, London, 1999, ss.1-30.

bireysel ve kurumsal yatırımcılar, hissedarlar, yöneticiler ve finansal piyasalar ile finansla ilgisi olan herkesin ilgilendiği en önemli konu haline gelmiştir. Almanya'nın ve Japonya'nın ekonomileri 20'nci yüzyılın son çeyreğinde hızlı büyüme aşamasından durgunluk aşamasına geçince, ABD'nin göstermiş olduğu yüksek ekonomik performans kurumsal yönetim düzeyinin yüksekliğinin kanıtı olmuştur.<sup>8</sup>

Dünyanın en büyük yedinci şirketi, ABD'nin en büyük enerji üretim ve dağıtım şirketi olan ENRON'un 2 Aralık 2001 günü iflasını ilan etmesi, dünya ekonomisinde ve finansal piyasalarda büyük şoklara neden olmuştur. ABD'nin en büyük doğalgaz üreticisi, satıcısı olan, en uzun boru hattına ve 63 milyar dolarlık varlık toplamına sahip olan şirketin birkaç gün içinde borsadaki pazar değeri 60 milyar dolar azalmıştır. Bu iflastan önce pek çok iflaslar yaşanmış olmasına rağmen kurumsal ve uygulama alanlarında büyük değişiklikler meydana getirmemişlerdir. Birkaç gün içinde, şirketin son yıllarda yayımlanan yıllık faaliyet raporlarında önemli muhasebe hileleri yapılmış ve halkın aldatılmış olduğu ortaya çıkmış; 2000 yılı faaliyet raporunda gösterilmiş bulunan net karın %96'sının gerçekleşmediği anlaşılmıştır. Bu raporlarda kamuya açıklanmış nakit girişleri %105 oranında fazla gösterilmiş, 22 milyar dolar olan borç 10 milyar dolar olarak açıklanmıştır. Enron olayı aslında büyük bir finansal bilgi skandalıdır ve en zararlı etkileri de muhasebe mesleği üzerine olmuştur. Bu olaydan sonra, ABD ve diğer gelişmiş ülkelerde Kurumsal Yönetim Kanunları çıkarılmış, Sermaye Piyasası Kurulları ve Borsalar, Düzenleyici/Denetleyici Kurullar, bu alandaki uygulamaları değiştirmek için önlemler almışlardır.<sup>9</sup>

OECD tarafından hazırlanan ve "Millstein Raporu" olarak da bilinen Rapor (Corporate Governance; Improving Competitiveness and Access to Capital in Global Markets) ve bunun ardından 1999 yılında yayınlanan OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri, bu alanda yapılan en önemli gelişmelerdir. OECD, son dönemde yaşanan olaylar nedeniyle 1999 yılında uygulanmaya başlanan ve uluslararası piyasalarda kurumsal yönetim uygulamaları alanında öncü olan OECD Kurumsal Yönetim Prensipleri'ni gözden geçirerek, uygulanan kurumsal yönetim sistemlerinin

---

<sup>8</sup> A.Osman Gürbüz ve Yakup Ergincan, **Kurumsal Yönetim: Türkiye'deki Durumu ve Geliştirilmesine Yönelik Öneriler**, 1.Basım, Literatür Yayıncılık, İstanbul, Mart 2004, s.5.

<sup>9</sup> Mustafa Aysan, **Kurumsal Yönetim (Corporate Governance) ve Risk**, 1.Basım, Elit Ofset, İstanbul, Mart 2007, ss.36-37.

eksikliklerini ve geliştirilmesi gereken alanları belirlemek üzere çalışmalar başlatmıştır. Ayrıca son dönemde Dünya Bankası, OECD ve bu iki örgütün özel sektör temsilcilerinden oluşan, ülkelere kurumsal yönetim standartlarını geliştirmelerine yardımcı olmayı amaçlayan Global Kurumsal Yönetim Forumunun (Global Corporate Governance Forum-GCGF) çalışmaları ön plana çıkmaktadır.<sup>10</sup>

Son yıllarda ortaklıkların yönetiminde görülen yüksek orandaki başarısızlık ve suistimler ile gelişmekte olan ekonomiler ve gelişen piyasalarda yaşanan finansal krizler, bunların yanında, gelişmiş ekonomilerde özel sektörün payının artması, ülkelerin ekonomik olarak birbirine bağılılıklarının artması ve ortaklıkların içinde buldukları yeni rekabet koşulları kurumsal yönetimin önemini artmasını sağlamıştır.<sup>11</sup>

Kurumsal yönetimin tüm dünyada gelişmesini sağlayan faktörler şu şekilde sayılabilir:<sup>12</sup>

- Büyük şirketlerde yaşanan skandalların ardından şirketlerin kontrolünün önemli hale gelmesi,
- Hissedarların niteliklerinin değişmesi, kurumsal yatırımcıların hisse senedi sahipleri içindeki payının artması, özellikle emeklilik fonlarının ve sigorta şirketlerinin yaptıkları yatırım miktarında görülen artışlar,
- Kurumsal yatırımcıların portföylerini çeşitlendirmek için uluslararası alanda karlı yatırımlar yapmaları ve kendilerini güvence altına alarak bu yatırımlarını korumak istemeleri,
- İletişim ve bilgisayar teknolojilerindeki hızlı gelişim ile birlikte yeni fikirlerin hızla yayılması, kurumsal yatırımcıların birbirleri ile daha sık haberleşerek, kurumsal yönetim gibi yatırımları açısından önemli gördükleri konuları biçimlendirmeleri,
- Aile şirketleri ile kamu kuruluşlarının dışarıdan öz kaynak dışında finansal kaynak kullanma ihtiyacı duymaları ve fon arz edenlerin güvenini kazanabilmek ve daha düşük maliyetle fon elde edebilmek için kurumsal yönetime önem vermeleri,

---

<sup>10</sup> Pelin Ataman Erdönmez, "Türkiye'de 2001 Yılındaki Mali Kriz Sonrasında Kurumsal Sektörde Yeniden Yapılandırma", **Bankacılar Dergisi**, Sayı: 47, 2003, ss.38-55.

<sup>11</sup> Şehirli, **a.g.e.**, s.2.

<sup>12</sup> Chris Mallin, "The Relationship Between Corporate Governance Transparency and Financial Disclosure", **Corporate Governance: An International Review**, C:10, No:4, New York 2002, ss.253-255.

- Ülkelerde sermaye piyasalarını düzenleyen kurumların, kurumsal yönetim uygulamaları neticesinde finansal piyasalarda ve tüm ekonomide güvenin artacağına ve piyasaların yatırım yapmak için önemli hale geleceğine olan inançları.

### 1.3. KURUMSAL YÖNETİMİN ÖNEMİ

Şirket tepe yöneticilerinin yaptıkları muhasebe hileleri neticesinde ortaya çıkan Enron, Worldcom gibi şirket skandallarının, şirketlerin, hissedarların ve diğer menfaat sahiplerinin çıkarlarını en fazla gözetecek şekilde yönetilip yönetilmediği sorununu beraberinde getirmiştir. Hissedar sayısının fazla olduğu ve hisselerinin görece olarak küçük olduğu şirketlerde, şirket tepe yöneticilerinin şirket içerisinde gereğinden daha güçlü oldukları ve görev ve sorumluluklarını yerine getirip getirmemeleri konusunda denetlenmelerinin zayıf olduğu görüşü sıklıkla gündeme gelmektedir. Şirketlerin yönetimlerinde meydana gelen yüksek orandaki başarısızlıklar ve suistimler, gelişmekte olan ekonomiler ve gelişmekte olan piyasalarda meydana gelen finansal krizler kurumsal yönetimin son yıllarda çok fazla önem kazanmasına neden olan gelişmelerdir.<sup>13</sup>

Ülkeler küreselleşme ile birlikte artan rekabet koşullarında, büyümek ve büyümeyi sürdürülebilir hale getirmek için uluslararası düzeyde gerekli uyum çalışmalarını yapmak ve bunları kurallı ilkeler olarak uygulamak zorunda kalmaktadır. Kötü yönetimin finansal krizlerin ve şirket skandallarının yaşanmasına neden olan önemli faktörlerden birisi olması, iyi kurumsal yönetim kavramını önemli hale getirmiş, uluslararası alanda bu konuya büyük önem vermeye başlanmış ve yatırım kararlarında, en az finansal performans kadar önemli olan kurumsal yönetimin kalitesi ön planda tutulmuştur. İyi kurumsal yönetim uygulamalarının; şirketler açısından, düşük sermaye maliyeti, finansman olanaklarının ve likiditenin artması, krizlerin üstesinden daha kolay gelinmesi ve iyi yönetilen şirketlerin sermaye piyasalarından dışlanmaması anlamına gelirken ülke açısından ise, ülkenin uluslararası alanda itibarının yükselmesi, sermayenin yurtdışına çıkışının önlenmesi, yabancı sermaye yatırımlarının ülke içine çekilmesi, ekonominin ve sermaye piyasalarının rekabet gücünün artması, krizlerin daha az zararla atlatılması,

---

<sup>13</sup> Mustafa Doğan, **Kurumsal Yönetim**, Siyasal Yayınevi, Ankara, 2007, ss.40-43.

kaynakların daha etkin bir şekilde dağılması, yüksek refahın elde edilmesi ve sürdürülmesini sağlaması açısından şirketler ve ülkelere önemli yararları bulunmaktadır.<sup>14</sup>

Gerek ülke içerisinde gerekse ülke dışında kaynak oluşturan kişi veya grupların haklarını koruyacak yasal düzenlemelerin olmaması ya söz konusu ülkelerde yatırım yapmama kararının alınmasına ya da yatırım yapılsa bile güçlü şirket yönetim standartlarına sahip olan ülkelerle karşılaştırıldığında yeterli hukuksal düzenlemelere sahip olmayan ülkelere sağladıkları kaynaklar karşılığında daha yüksek bir risk primi talep edilmesine neden olmakta ve bu durum kaynak ihtiyacı bulunan ülkelerin kaynak maliyetlerinin artmasıyla sonuçlanmaktadır. Bu nedenle kurumsal yönetimin, ekonomik etkinlik ve büyüme açısından son derece önemli sonuçları bulunmaktadır. Etkili bir kurumsal yönetim firma değerinin yükselmesi konusunda şirket yöneticileri üzerinde bir baskı oluşturmaktadır. Etkili bir kurumsal yönetimin, özel sektörün genişlemesi ve piyasa ekonomisinin daha rekabetçi bir hale getirilmesi ile birlikte ekonomik faydalar elde edebilmek için çok büyük bir öneme sahip olduğu gün geçtikçe daha iyi anlaşılmaktadır. Mckinsey&Company 2002 yılı Haziran ayında dünya üzerinde 31 ülkede dokuz katrilyon dolarlık mal varlığını yöneten iki yüz portföy yöneticisini kapsayan bir araştırma yapmıştır. Araştırma sonuçlarına göre, yatırımcılar yatırım kararı verirken finansal göstergelerle kurumsal yönetimi eşit düzeyde görmektedirler. Ayrıca birçok yatırımcının, şirketlerin iyi yönetim standartları sergilemeleri için ek prim ödemeye hazır oldukları görülmüştür. Bu prim Kuzey Amerika ve Batı Avrupa'da ortalama %12-%14 aralığında iken, Asya ve Latin Amerika'da %20-%25'e kadar çıkmakta Doğu Avrupa ve Afrika'da ise %30'ların üstüne kadar yükselebilmektedir. Araştırma neticesinde elde edilen bir diğer önemli sonuç ise, yatırımcıların %60'ından fazlasının, zayıf yönetim uygulamalarına sahip özel şirketlerden uzak durabileceklerini belirtmeleridir.<sup>15</sup>

Etkin bir kurumsal yönetim için gerekli temel unsurlar şu şekildedir<sup>16</sup>;

- Sermaye piyasalarının, gelişmesi, iyi örgütlenmesi ve iyi yönetilmesi,

<sup>14</sup> Sermaye Piyasası Kurulu, **Kurumsal Yönetim İlkeleri**, 2003, ss.1-2.

<sup>15</sup> Arcan Tuzcu, **Halka Açık Şirketlerde Kurumsal Yönetim Anlayışı: IMKB-100 Örneği**, Turhan Kitabevi Yayınları, Ankara, 2004, ss.2-28.

<sup>16</sup> Eroğlu, **a.g.e.**, s.5.

- Pay sahiplerine, şirketin yasal sahibi olduğunu öngören azınlık pay sahiplerine ve yabancı pay sahiplerine eşit işlem yapılmasını düzenleyen kanunlar,
- Pay sahiplerinin haklarını gözeten etkin mekanizmalar,
- Sermaye piyasasının, iflas ve şirketler hukuku düzenlemelerinin şirketlerin birleşmelerinde, devralmalarında, tür değiştirmelerinde ve hatta iflas prosedürlerinde uygulanabilmesi için etkin bir şekilde düzenlenmesi,
- Yatırımcılara karşı işlenebilecek suçları ve piyasanın işleyişine ilişkin yasa dışı fiilleri engelleyecek hukuk düzenlemeleri,
- Uzman mahkemelerin ve iyi örgütlenmiş düzenleyici otoritelerin bulunması,
- Denetim ve muhasebe sektörünün tecrübeli ve etkin olması.

Etkin bir kurumsal yönetim uygulaması için yukarıdaki unsurların, kurumsal yatırımcı örgütleri, profesyonel yönetici örgütleri, derecelendirme şirketleri, menkul kıymet analistleri ve seçkin bir finans medyası tarafından desteklenmesi gerekmektedir.

#### **1.4. KURUMSAL YÖNETİMİN AMACI VE FAYDALARI**

Kurumsal yönetim uygulamasının birçok neden ve gerekçeleri vardır. Bu neden ve gerekçeler şu şekilde açıklanabilir;<sup>17</sup>

- Şirket üst yönetiminin sahip olduğu güç ve yetkileri kötüye kullanarak kendilerine özel menfaatler sağlamalarının ortadan kaldırılması,
- Yatırımcı haklarının korunması,
- Şirket hissedarlarına eşit davranılmasının sağlanması,
- Azınlık haklarının korunması gibi şirketle doğrudan ilişki içinde bulunan menfaat sahiplerinin haklarının korunması ve güvence altına alınması,
- Şirketin faaliyetleri ve finansal durumu ile ilgili olarak kamuoyunun zamanında ve eksiksiz olarak bilgilendirilmesi ve şeffaflığın sağlanması,
- Yönetim kurulunun sorumluluklarının net bir şekilde belirlenmesi,
- Şirket üst yönetiminin aldığı kararlar ve yaptığı eylemler neticesinde hissedarlara ve diğer menfaat sahiplerine karşı hesap verme yükümlülüğünün sağlanması,

---

<sup>17</sup> Coşkun Can Aktan, **Kurumsal Şirket Yönetimi**, Sermaye Piyasası Kurulu, Ankara, 2006, ss.7-8.



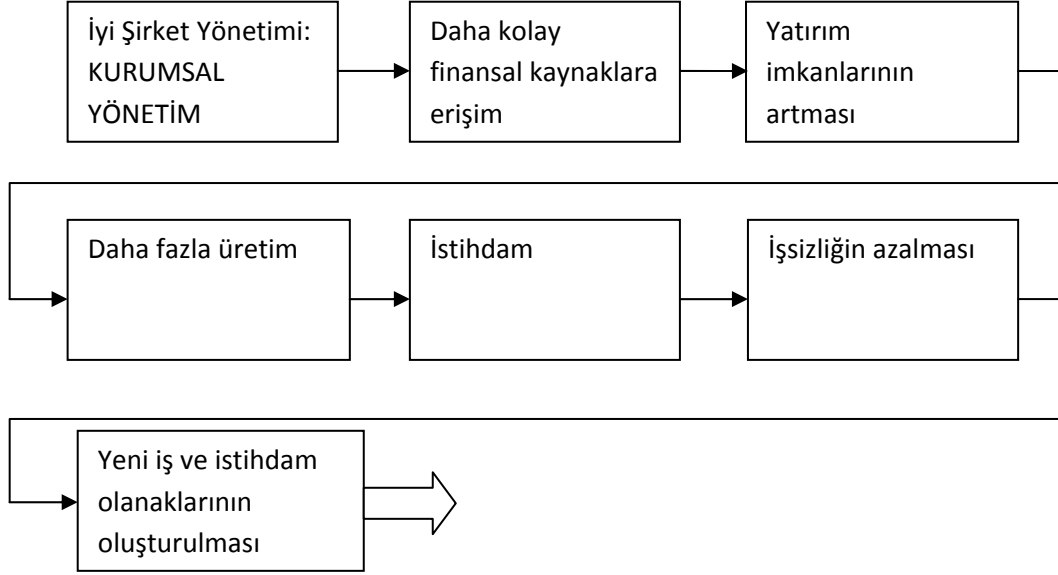
- Vekalet maliyetlerinin (agency cost) azaltılması,
- Şirketin elde ettiği kazancın pay sahiplerine ve daha genel olarak tüm menfaat sahiplerine haklarıyla orantılı şekilde dağılımının sağlanması,
- Büyük hissedarların azınlık hisselerine el koyulmasının önüne geçilmesi,
- Uzun vadeli yatırım yapan kurumsal yatırımcılar için güven sağlanması ve sermaye maliyetlerinin düşürülmesi, şirketin hisse senedi ihracı yoluyla elde edeceği finansman kaynaklarına kolay yollarla erişiminin sağlanmasıdır.

Yatırımcıya olan güveni arttırmada, ekonomik etkinlik ve büyümenin geliştirilmesinde önemli bir unsur olan kurumsal yönetim, işletme tepe yönetimi, yönetim kurulu, hissedarları ve diğer menfaat sahipleri arasındaki ilişkileri düzenlemekte, işletmenin hedeflerinin belirlenmesine ve bu hedeflerin elde edilmesine olanak tanımaktadır. Günümüzde politikacılar iyi bir kurumsal yönetim uygulamasının finansal piyasa istikrarına, yatırıma, ekonomik büyümeye ve rekabet gücüne olan katkısının daha çok farkındadırlar. Son yirmi yıldaki dünya çapında yapılan özelleştirmeler, emeklilik fonu reformları ve özel tasarruflardaki artış, 1980'lerde yaşanan düşmanca şirket satın almaların artması, 1998 Doğu Asya krizi ve ABD'deki son zamanlarda yaşanan kurumsal skandallar ve şirket başarısızlıkları kurumsal yönetim ilkelerinin ortaya çıkmasını ve kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanmasını gerekli hale getiren önemli gelişmelerdir. 1992 yılında 71 milyon dolardan daha fazla zarar etmiş olan grafit ve karbon üreten bir Alman şirketi olan SGL Carbon AG yeniden yapılanma kapsamında kurumsal yönetim uygulamalarını daha çok ABD'de uygulanan şeffaf muhasebe yöntemlerini benimseyerek, hisselerini New York Borsası'na kote ederek ve hatta resmi dilini İngilizce'ye çevirerek gerçekleştirmiştir. Tüm bu olumlu değişimlerin neticesinde, şirket 1995 yılında satışlarını 159 milyon dolardan daha yukarı çıkarmış, üst yönetim de bu iyileşmenin çoğunu kurumsal yönetimin etkin bir şekilde uygulanmasına bağlamıştır.<sup>18</sup>

---

<sup>18</sup> Veysel Kula, **Kurumsal Yönetim Hissedarların Korunması Uygulamaları ve Türkiye Örneği**, 1.Basım, Papatya Yayıncılık, İstanbul, Mayıs 2006, ss.49-50.

## Şekil 1: Kurumsal Yönetim İlkelerinin Makro-Ekonomik Etkileri



**Kaynak:** Coşkun Can Aktan, **Kurumsal Şirket Yönetimi**, Sermaye Piyasası Kurulu, Ankara, 2006, s.15.

## 1.5. KURUMSAL YÖNETİMİN TEMEL UNSURLARI

Kurumsal yönetim, şeffaflık, hesap verebilirlik, sorumluluk ve adillik olmak üzere dört temel unsurdan oluşmaktadır.

### 1.5.1. Şeffaflık

Açıklanan bilgilerin kapsamı, niteliği, zamanlaması ve güvenilirliği şeffaflık ilkesi açısından önemlidir. Açıklanan bilgiler hem erişilebilir olmalı hem de bu bilgilerden yararlanacak olanların ihtiyaç duydukları verileri içermelidir. Şeffaflığın sağlanabilmesi için ilgililerin ihtiyaç duyacakları bilgilerin kolaylıkla, zamanında ve eksiksiz olarak faaliyet raporları, basın açıklamaları, şirket içi duyurular, internet veya posta aracılığı gibi yollarla ilgililere ulaşabilir olması gerekmektedir. Ancak bu bilgilerin iletilmesi için katlanılacak maliyetin beklenen yarardan daha az olması ve bilgiden yararlanacak olan tarafların bilgiye erişmek için katlanacakları maliyetin

adaletsizliğe neden olmayacak şekilde ve mümkün olduğunca az olması gerekmektedir. Maliyetinin düşük olması ve her an erişime olanak sağlaması açısından web sitesi üzerinden bilgilere ulaşılması gittikçe yaygınlaşmaktadır. Açıklanan bilgilere erişim kolay olmalı, bu bilgiler ihtiyaç duyulan verileri içermeli ve bu bilgilere zamanında ve eksiksiz olarak ulaşılabilir. Şeffaflık her türlü bilgiye ulaşılması anlamına gelmemekte ve ticari sır arasında ince bir sınır bulunmaktadır. Şirketlerin rekabet güçlerini koruyabilmeleri için rakipleri tarafından öğrenilmemesi gereken bilgileri kamuya açıklamamaları şeffaflık ilkesiyle çelişmemektedir.<sup>19</sup>

Bilginin nitelikli olması, kullanıcıları açısından açık ve anlamlı bulunmasını, zamanında, güncel ve eksiksiz bir biçimde elde edilebilmesini ifade eder. Bilgi, zamanında, güncel ve eksiksiz bir biçimde elde edilemezse bilgi nitelikli olmasına rağmen, beklenen yararı sağlayamayabilir. Şeffaflık ilkesinin amacı, kişi, kurum ve kuruluşların hatalı politikalar uygulamaları neticesinde ilgililer tarafından fark edilerek, sorumlu tutulabilmeleridir.<sup>20</sup>

Kamunun zamanında aydınlatılması, açıklanan bilgilerin eksiksiz, güvenilir, anlaşılabilir ve yorumlanabilir olması, açıklanan bilgilere kolay ve en düşük maliyetle ulaşılabilmesi son derece önemlidir. Kamuoyuna açıklanacak bilgilerin şu özellikleri taşıması gerekmektedir:<sup>21</sup>

- Bilgi açık ve net olmalıdır.
- Bilgiler doğru bir şekilde açıklanmalıdır.
- Bilginin tarafsız olarak ve bu bilgilerden yararlanacak olanları yanıltmayacak şekilde sunulması gerekmektedir.
- Bilgi tam olarak sunulmalıdır.
- Bilgiler, kullanıcıların analiz yapmasına olanak sağlamalıdır,
- Bilginin sunulması düşük maliyetle olmalıdır.
- Bilgiye kolay erişilmelidir.
- Bilgiye gecikmeden erişilebilmelidir.

---

<sup>19</sup> Ali Paslı, **Anonim Ortaklık Kurumsal Yönetimi**, Çağa Hukuk Vakfı Yayınları, İstanbul, 2004, ss.51-52.

<sup>20</sup> Doğan, **a.g.e.**, ss.51-52.

<sup>21</sup> Aktan, **a.g.e.**, s.12.

### 1.5.2. Hesap Verilebilirlik

Hesap verme ilkesi karar verenlerin aldıkları kararların doğruluğunu savunma ve bu kararların sonuçlarının sorumluluğunu üstlenmeleri olarak tanımlanabilir. Hesap verme ilkesi, kurumsal yönetimin diğer ilkelerinden olan şeffaflık ve sorumluluk ilkeleriyle yakından ilişkilidir. Hesap verme ilkesi işletme ortaklarının, paydaşların, işletme yöneticilerinin aldıkları kararları ve yaptıkları uygulamaları sorgulayarak ve değerlendirerek kamuyu aydınlatmalarınıdır. Böylece hesap verme ilkesi, yönetim yetkisinin, başta işletmenin ortakları olmak üzere tüm paydaşların menfaatleri ve istekleri doğrultusunda kullanılmasını sağlar.<sup>22</sup>

Hesap verebilirlik ilkesi, karar veren ve faaliyette bulunan tüm kişilerin verdikleri kararlardan ve yaptıkları faaliyetlerden sorumlu olmaları, verdikleri kararların ve yaptıkları faaliyetlerin doğruluğunu kanıtlamaları, sorumluluğunu üstlenmeleri ve hesap verme zorunluluğudur. Hesap verebilirliğin artmasıyla birlikte şirket yöneticileri kararlarını belirli bir plan dahilinde alacak ve böylece alınan kararlara taraf olan kişilerin güvenleri sağlanacak, şirket hakkında daha etkili karar alabileceklerdir. Şeffaflık ve hesap verebilirlik ilkelerinin birbirleriyle yakından ilgili olmasının sonucu olarak bu ilkelere göre yönetilmeyen şirketlerin raporlarının gerçek durumu yansıtmaması mümkün olmamaktadır. Şirket hissedarları kadar şirket ile ilişki içinde bulunan taraflar da şirketin yönetimi, mali ve hukuki durumu, sosyal faaliyetleri gibi konularda düzenli, güvenilir, zamanında ulaşılabilir bilgiye ihtiyaç duymaktadırlar. Bu bakımdan kamuyu aydınlatma ilkesi ile birlikte şirket ile ilgili tüm tarafların ihtiyaçlarına cevap verebilecek nitelikte, şirketin hak ve yararlarını gözeterek, zamanında, doğru, eksiksiz, anlaşılabilir ve yorumlanabilir, düşük maliyetle ve kolay erişilebilir bilgi sunulmaktadır.<sup>23</sup>

Hesap verebilirlik ilkesi, karar veren ve kararları uygulayanların verdikleri kararları ve yaptıkları faaliyetleri gerekçelere dayandırabilmeleri ve verdikleri kararlar ve yaptıkları faaliyetlerin sonuçlarından sorumlu olmalarını gerektirmektedir. Yani başta hissedarlar olmak üzere, tüm çıkar sahiplerinin şirket yönetiminin aldığı

<sup>22</sup> Lerzan Kavut, "Kurumsal Yönetim, Kurumsal Sosyal Sorumluluk ve Çevresel Raporlama: İMKB 100 Şirketlerinin Çevresel Açıklamalarının İncelenmesi", **İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi, İşletme İktisadi Enstitüsü Dergisi**, C: 21, Sayı: 66, 2010, ss.1-36.

<sup>23</sup> Tuzcu, **a.g.e.**, ss.24-25.

kararları ve yapılan faaliyetleri sorgulamasını sağlar. Hesap verebilirlik ilkesiyle yakından ilgili olan gücün kullanımı, yetki aşımı ve kural ihlali kavramları, yöneticilerin planlı kararlar almalarının sağlanması, yöneticilerin kendi çıkarlarını şirket çıkarlarının önünde tutma eğilimlerinin ve hissedarlarla yaşanabilecek olası çıkar çatışmalarının önlenmesinde, yöneticilerin aldıkları kararların doğruluğunu savunma ve sonuçların sorumluluğunu kabullenmelerini gerektirmektedir. Hesap verebilirlik ilkesi, hem kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ilkesiyle hem de sorumluluk ilkesiyle yakından ilgilidir. Hesap verebilirlik ilkesinin bulunmadığı bir şirkette yöneticiler menfaat sahiplerinin çıkarlarını gözetmemekte ayrıca finansal tablolar ve faaliyet raporları genellikle gerçeği yansıtmamaktadır.<sup>24</sup>

### 1.5.3. Sorumluluk

Sorumluluk ilkesi, şirket yönetiminin, şirket için yapmış olduğu faaliyetlerin mevzuata, esas sözleşmeye, şirket içi düzenlemelere uygunluğunun denetlenmesidir.<sup>25</sup>

Sorumluluk ilkesi kendisine yetki verilen kişilerin yaptıkları veya yapmaktan kaçındıkları eylemlerin sonuçlarından sorumlu olmalarını ifade etmektedir. Yetki sahibi olanlara yaptıkları eylemleri ve bunların gerekçelerini açıklama olanağı tanıyan hesap verebilirlik ilkesi ile verilen görevlerin eksiksiz olarak yerine getirilip getirilmediğinin, sorumlulukların uygun olarak kullanılıp kullanılmadığının sorgulanmasına olanak sağlayan sorumluluk ilkesi birbirleriyle yakından ilişkili iki kavramdır.<sup>26</sup>

Sorumluluk ilkesi, şirketlerin hissedarları için değer oluşturmakta aynı zamanda kanun ve düzenlemelere uygun bir şekilde faaliyet göstermesini ifade etmektedir. Fakat, kurumsal yönetim ilkeleri, genel olarak kanunların sorumluluk yönünden minimum standartları oluşturduğunun, gerçek anlamda sorumlu olan şirket davranışının ise yasal zorunlulukların ötesinde farklı uygulamalara geçilerek

<sup>24</sup> Doğan, **a.g.e.**, ss.53-54.

<sup>25</sup> Ömer Faruk İşcan ve Erdoğan Kaygın, "Kurumsal Yönetişim Sürecinin Gelişimi Üzerine Bir Araştırma", **Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, C: 13, Sayı: 2, 2009, ss.213-224.

<sup>26</sup> Paslı, **a.g.e.**, s.54.

yerine getirilebileceğinin önemini vurgulamaktadır. Bu doğrultuda kurumsal yönetim ilkeleri, çalışanların yönetime katılımlarını teşvik edici mekanizmaların geliştirilmesinin bütün paydaşların taşıdıkları kaygılarını yönetim kuruluna iletebilecekleri gerekli ortamın sağlanmasının, etkili bir iflas çerçevesi ve alacaklı haklarının etkin bir şekilde icraya konulmasının önemini vurgulamaktadır.<sup>27</sup>

Yönetim kuruluna ait bazı sorumluluklar aşağıdaki şekilde özetlenebilir<sup>28</sup>:

- Şirketin kısa ve uzun vadeli hedeflerini belirlemek.
- Hedeflere ulaştıracak stratejileri belirlemek, bu hedeflerin sürekli gözden geçirilerek geliştirilmesini ve uygulanmasını sağlamak.
- Şirketin stratejik ve mali performansını incelemek ve gereken durumlarda iyileştirici önlemler almak.
- İcra başkanını seçmek, belirli performans kriterlerine göre değerlendirmek ve icra başkanının uygun şekilde ücretlendirilmesini sağlamak, önerilerini değerlendirmek ve onaylamak
- İdari ve mali yönden şirketi denetlemek.
- Performans kriterlerini, yönetim kurulunun, yönetim kurulu alt komitelerinin ve üst düzey yöneticilerin etkin ve verimli çalışmasını sağlayacak şekilde belirlemek.
- Şirketin hissedarlara ve dış mercilere yönelik iletişim yaklaşımının nasıl olacağını belirlemek.
- Şirket ve çalışanları için iş ahlakı kurallarını belirlemek ve bu kuralların etkin bir şekilde uygulanmasını sağlamak.
- İlgili mevzuata uygun olarak şirketin tasarruflarının, faaliyet ve davranışlarının gerçekleşmesini sağlamak.

#### 1.5.4. Adillik

Adillik ilkesi, kurumun geleceği ile ilgili olarak tüm tarafların fikirlerini eşit olarak değerlendirmek, farklı nitelikteki görüşler arasında dengeyi sağlayabilmektir. Bu ilkeye göre, şirket yönetimi, aldığı kararlarda, mülkiyet hakkına sahip hissedarları, şirketin uzun dönemde karlılığını artıracak ve varlığını sürdürmesine

<sup>27</sup> Deloitte, **Nedir Bu Kurumsal Yönetim?**, Kurumsal Yönetim Serisi, 2006, s.5.

<sup>28</sup> TÜSİAD, **a.g.e.**, s.15.

katkı sağlayacak tüm tarafları dikkate almaktadır. Adil bir yönetim anlayışına sahip olmanın gereği olarak şirket yöneticileri faaliyetlerini gerçekleştirirken alınan kararlardan etkilenebilecek tüm kesimlere karşı eşit mesafede olmalıdır. Başka bir ifadeyle yönetimin yapmış olduğu eylemlerle ilgili olarak, konuyla ilgisi olan tüm taraflara açıklanabilecek nitelikteki bilginin eş zamanlı ve eşit bir şekilde paylaşılması gerekmektedir. İhtiyaç duyulan bilginin bu bilgiden faydalanacak olan şirket içi ve dışı gruplara eş zamanlı ve eşit bir şekilde ulaştırılması adil bir yönetimin göstergesidir. Ayrıca kamuoyunun kullanımına sunulan bilginin herkes tarafından anlaşılabilir şekilde net olması gerekmektedir. Tersine bir durum bilginin değerlendirilmesinde eşitsizliğe neden olur.<sup>29</sup>

Azınlık ve yabancı pay sahipleri de dahil olmak üzere tüm şirket ortaklarına eşit davranılması adillik ilkesinin gereğidir. OECD'nin yayınladığı kurumsal yönetim ilkelerinde, adillik ilkesi "Hissedarların Adil Muamele Görmesi" başlığı altında anlatılmıştır<sup>30</sup>:

- Aynı türden hissedarlara eşit davranılmalıdır.
- Herhangi bir gruptaki tüm hisseler aynı haklara sahip olmalıdır.
- Oy haklarında yapılan her türlü değişiklik bu değişiklikten olumsuz etkilenebilecek hissedarların onayına sunulmalıdır.
- Azınlık hissedarları, hisselerin çoğunluğunu elinde bulunduran hissedarların kötü niyetli muamelelerine karşı korunmalı ve azınlık hissedarlarının bu muameleler neticesinde uğrayacakları zararlar telafi edilmelidir.
- Oylar, hisseler üzerinde tasarruf hakkına sahip kişiler ile ya da onların vekil tayin ettiği kişiler tarafından atılmalıdır.
- Uzaktan yapılan oylama kolaylaştırılmalıdır.
- Genel kurul toplantılarının işlem ve usulleri, tüm hissedarların eşit muamele göreceği şekilde düzenlenmelidir.

Adillik ilkesi, şirket yönetiminin bütün hak sahiplerine karşı eşit davranılmasını, azınlık hissedarlar ve yabancı ortaklarda dahil olmak üzere hissedar haklarının korunmasını ve yapılan sözleşmelerin uygulanmasını ifade etmektedir. Şirketin yasal ve bölünebilir hisselerinin sahibi olan hissedarlar, şirketteki çıkarlarını

---

<sup>29</sup> Tuzcu, a.g.e., s.25.

<sup>30</sup> Deloitte, **Kurumsal Yönetim İlkeleri**, (Çevrimiçi) [www.denetimnet.com](http://www.denetimnet.com), 08/10/2013.

sürdürme veya elden çıkarma hakkına sahiptir. Etkili bir kurumsal yönetim, bu mülkiyet hakkını koruyan yasa, prosedür ve uygulamaları içermektedir. Adillik ilkesi yönetim kurulu üyelerinin seçimi, önemli birleşme ve satın alma işlemlerinin onaylanması gibi önemli şirket kararlarına katılım haklarını da içermektedir.<sup>31</sup>

## **1.6. DÜNYADA KURUMSAL YÖNETİM İLE İLGİLİ BAŞLICA DÜZENLEMELER**

Dünyada kurumsal yönetim ile ilgili başlıca düzenlemeler, Cadbury Raporu, Hampel Raporu, Greenbury Raporu, Sarbanes Oxley Kanunu, OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri şeklinde ele alınabilir.

### **1.6.1. Cadbury Raporu**

İngiltere’de 1980’lerde kötü ve yanlış yönetim uygulamaları nedeni ile Maxwell, Polly, Peck, BCCI (The Bank of Credit and Commerce International) gibi çok sayıda büyük şirketin çöküşü kurumsal yönetim sisteminde bazı önemli yetersizliklerin olduğunu göstermiştir. Yatırımcıların hükümetlerin yerine bu konuda aktif olarak harekete geçmeye karar vermelerinin hemen ardından, yüksek standartta bir kurumsal yönetim uygulamasını güvence altına almak için hükümetlerin bu konuda yasal düzenlemeler yapması yerine gönüllülük esasının benimsenmesi ve genel veya özel kabul görmüş ilke ve kuralların gönüllü olarak uygulanması yönünde tepkiler ortaya çıkmıştır. Bu yaklaşımın ortaya çıkmasının nedeni hissedarların daha fazla bilgi ve açıklamaya ihtiyaç duymasıdır. Burada yönetim kurulunun yaptığı veya yapacağı yapısal değişikliklerin yönetimin daha fazla hesap vermesine neden olmasının ve hissedarların yönetimle çalışması ve oy haklarını kullanması sıfatıyla sorumluluktan kurtulmasının, yönetim kurulunun üzerine daha fazla sorumluluk yüklemesi beklenir. Cadbury yasası, hissedarların oy kullanması ile birlikte yönetim kurulu başkanı, yönetim kurulu üyesi, yönetim kurulu üyesi olmayan yönetici, ödül komitesi, aday komitesi rollerini ayırması gibi yönetim kurulu çalışma biçimine yönelik birçok değişiklik tavsiye etmiş ve bunları şirketlerin

---

<sup>31</sup> Deloitte, a.g.e., s.4.



uymaları gereken standartlar olarak belirlemiştir. Yönetim kurulu üyesi olmayan yöneticiler, bağımsız hareket etmelerinden dolayı önemli bir role sahiptirler. Cadbury yasası günümüzde standart bir uygulama haline gelmiş ve halka açık şirketlere ait menkul kıymetlerin borsalarda işlem görebilmesi için şirketlerin kurumsal yönetimle ilgili politikalarını açıklama zorunluluğu getirilmiştir.<sup>32</sup>

1992 yılında İngiltere’de Cadbury Komitesi tarafından “En İyi Uygulama Kanunu”nun yayınlanmasının ardından birçok ülkenin yapısına ilişkin reformların, fonksiyonların, kurumsal kurulların sorumlulukları başlatılmıştır. İlgili reformların temel özelliği CEO (İcra Kurulu Başkanı) ve yönetim kurulu başkanının pozisyonlarının ayrılmış olmasıdır. Kurumsal yönetim kurulu yapısı içerisinde önerilen değişikliklerin temel amacı, bu değişikliklerin kurumsal performansını yükseltmek olacaktır. Cadbury Komitesi’nin En İyi Uygulama Kodu ile ilgili kurumsal yönetim reformlarının İngiltere’deki firmaların kurumsal performanslarına uygulamalı etkileri bulunmaktadır. Bu etkilerin ilki kurumsal performans ve Cadbury Komite’sinin En İyi Uygulama Kodu arasında pozitif bir ilişkinin olmasıdır. İkincisi, yönetim kurulu başkanının ve CEO’nun pozisyonlarının kurumsal performans üzerinde herhangi bir etkisi olmamasıdır. Üçüncüsü, bir iç denetim veya ücret komitesinin kurulması ile kurumsal performans arasında pozitif yönlü bir ilişki olmasıdır. Dördüncüsü, denetimde önemli bir icra müdürünün veya ücret komitesinin varlığı kurumsal performans ile negatif ilişkilidir. Beşincisi, icracı olmayan yönetim oranı ve kurumsal performans arasında negatif bir ilişki vardır, fakat icracı olmayan yönetimin oranının karesi ve kurumsal performans arasında pozitif bir ilişki olması bu iki değişken arasında doğrusal olmayan bir ilişki olduğunu düşündürmektedir. Altıncısı, firma performansı ile yönetici ve hissedar oranları arasında güçlü bir pozitif ilişki yoktur ve yöneticiler ile hissedar oranlarının karesi ve performans arasında negatif ilişki vardır.<sup>33</sup>

---

<sup>32</sup> Gürbüz ve Ergincan, **a.g.e.**, s.17.

<sup>33</sup> Phillip McKnight, 'v.d.', **The Cadbury Code Reforms and Corporate Performans**, SSRN Working Papers, EFA 2005, Moscow Meetings, ss.3-4.

## 1.6.2. Hampel Raporu

Ronnie Hampel'in başkanlığındaki komite tarafından hazırlanan, İngiltere'de "Cadbury Committee"si tarafından hazırlanan ve 1992 yılında yayımlanan "Cadbury Report"da işletme yönetimi için geliştirilmiş olan "Code of Best Practice" ilkeleri dikkate alınarak borsaya kote edilmiş anonim şirketler için ortak kuralların tespit edildiği Hampel Raporu esas itibarıyla Cadbury Raporu'nun tüm ana hatlarını ve orada geliştirilen Code of Best Practice ilkelerini daha da kuvvetlendirmiştir. Bu raporun ana hatları ise şöyledir:<sup>34</sup>

- Anonim şirket yönetim sistemlerinden olan, tek organlı yönetim sistemi, "yönetim kurulu" kabul edilmiştir.
- Ancak yönetim, tek organdan oluşmakla beraber, görev bakımından şirketi temsil ve icra yetkilerine sahip olan ve "inside directors-innere Verwaltungsratsmitglieder" olarak adlandırılan üyelerden ve icra yetkisi olmayan, ancak icra yetkisine sahip üyeleri veya yöneticiyi özel olarak kontrol ve gözetim yetkilerine sahip olan üyelerden, "outside directors-aussenstehende Verwaltungsratsmitglieder" oluşmaktadır. Bu sistemde, kontrol ve gözetim yetkilerine sahip olan yönetim kurulu üyeleri çok önemli bir gözetim ve izleme görevine ve hatta gerektiğinde önlem alabilme yetkisine sahiptir.
- Yönetim kurulu üyeleri, görevi eksiksiz bir şekilde yerine getirebilecek adaylar arasından profesyonel olarak seçilmelidir.
- Yönetim kurulu üyeleri, icra yetkisine sahip olan yöneticiden ayrı bir bağımsızlığa sahip olmalıdır.
- Yönetim kurulu geniş kapsamlı bilgilere ulaşabilmeli ve bizzat araştırma ve inceleme yapabilmelidir.
- Yönetim kurulu, şirketin büyük önem taşıyan işlerine onay vermesine ilişkin özel bir yetkiye sahip olmalıdır.
- Yönetim kurulunun bizzat değerlendirilmesine ilişkin "performans değerlendirme sistemi" bulunmalıdır.
- Yönetim kurulu şirketin iç kontrolü ile ilgili yıllık bir rapor sunmalıdır.

<sup>34</sup> Hasan Pulaşlı, **Corporate Governance (Kurumsal Yönetim İlkeleri) Anonim Şirket Modelinde Yeni Model**, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Sözkesen Matbaacılık, Ankara, 2003, ss.19-20.

- Yönetim kurulunun altında şu üç komite oluşturulmalıdır;
  - Denetim Komitesi (Audit Committee)
  - Ödüllendirme Komitesi (Remuneration Committee)
  - Aday gösterme Komitesi (Nomination Committee)

Hampel raporunda yer alan bu üç denetim komitesinden biri olan denetim komitesi, icra yetkisine sahip olmayan yönetim kurulu üyelerinden oluşmalı ve icra yetkisine sahip yöneticiden de tamamen bağımsız olmalıdır.

### 1.6.3. Greenbury Raporu

“Yöneticilere Yapılan Ödemeler Çalışma Grubu” (The Study Group on Director’s Remuneration) adıyla 1995 yılında Sir Richard Greenbury tarafından yayınlanan raporun içeriği İngiltere’deki şirket yöneticilerine ödenen ücretler ve sağlanan diğer menfaatler ile ilgili yapılan düzenlemelerdir. Rapor, yöneticilere ödenen ücretlerin gün geçtikçe yükseldiğine ve bu yükselişin şirketin dağıtılabilir karının azalmasına, işçilerin çıkarılmasına veya üretilen mal ve hizmet fiyatlarının yüksek oranlarda artmasına neden olabilecek seviyelere geldiğini ortaya koyarak, toplumun ve hissedarların haklarının da gözetilmesine yönelik önerilerde bulunmuştur. Rapor aynı zamanda şirket performansı ve yöneticilere ödenen maaşların orantılı olmasını, yapılacak ödemelerin başarılı yöneticileri şirkete çekecek şekilde hak ettikleri miktarı aşmadan yüksek miktarlarda olması gerektiğini de içermektedir. Raporda yöneticilere yapılacak ödemeler konusunda şu hususlara dikkat edilmiştir<sup>35</sup>:

- Yöneticilere ödenecek maaşlar, benzer özelliklere sahip şirketlerin yöneticilerine ödedikleri maaşların, yöneticilerin bireysel yetenek, çaba ve katkıların, şirket içi ilişkilerinin, iş güvencesi ve diğer özel durumlarının dikkate alınarak belirlenmesi gerekmektedir.

- Yöneticilere yapılacak ödemelerin, şirket dışından şirketi ve faaliyetlerini yakından izleyen bilgili, deneyimli, hissedarların çıkarlarını düşünen, şirket ile hissedarlık dışında finansal ilişki içinde olmayan uzmanların oluşturduğu bir komite tarafından belirlenmesi gerekmektedir.

---

<sup>35</sup> Doğan, a.g.e., ss.60-63.

- Komite üyeliğine seçilecek kişilerin hissedarları zarara uğratacak anlaşmalar yapmaması gerekmektedir.
- Komitenin, hissedarlara sundukları yıllık raporlarda izledikleri politikaları göstermeleri gerekmektedir.
- Açıklanacak olan bilgiler önemli noktaları da içerecek bir biçimde hazırlanmalıdır.
- Hissedarlara sunulacak yıllık raporlar, şirketin yıllık faaliyet raporu içerisinde ayrı bir bölüm olarak yer almalıdır.
- Komite, sözleşme süreleri bitmeden görevine son verilen yöneticileri belirli bir süre izleyerek yeni iş bulmaları durumunda ödenen tazminatın kesilmesini sağlamalıdır.

#### **1.6.4. Sarbanes Oxley Kanunu**

Küresel boyutlarda yaşanan ve yatırımcılara zarar veren olaylar, tüm dünyada kamuya aydınlatma sisteminin ve bağımsız dış denetimin etkinliğinin yetersizliğini ortaya koymuş ve yasal mevzuatın yeniden düzenlenmesi ve gözden geçirilmesi gereğini doğurmuştur. Şirketlerin finansal raporlamaları üzerindeki kontrollerin iyileştirilmesini amaçlayan, etkin bir kurumsal yönetim uygulamasını destekleyen “Halka Açık Şirketler Muhasebe Reformu ve Yatırımcıyı Koruma Kanunu” diğer adıyla Sarbanes Oxley Kanunu ABD borsalarında işlem gören halka açık şirketlerin tamamını kapsayacak şekilde 30 Temmuz 2002’de imzalanmıştır. Sarbanes Oxley Kanunu, halka açık şirketlerin muhasebe hizmetlerinin, finansal raporlarının ve bağımsız denetimin kalitesinin artırılması ve piyasada güvenin ve şeffaflığın sağlanması amacıyla şirketlerin denetim komiteleri ile ilgili hükümler getiren aynı zamanda kurumsal yönetim ilkelerinin de alt yapısını oluşturan ilk yasal düzenlemedir.<sup>36</sup>

İsmi Senator Paul Sarbanes ve Temsilci Michael Oxley’den alan yasa, halka açık şirketlerin finansal verilerinin doğruluğu ve güvenilirliğini sağlamak amacıyla ABD’deki borsalarda işlem gören şirketlerin tamamını kapsayacak şekilde

---

<sup>36</sup> Selim Yazıcı, “Sigorta Sektöründe Kurumsal Yönetim ve Kurumsal Yönetim Komitesi’nin Rolü”, **İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası**, C: 60, Sayı: 2, 2010, ss.1-22.

30 Temmuz 2002'de yürürlüğe girmiş, Enron, Worldcom, Tyco International gibi büyük denetim ve muhasebe skandallarından sonra ön plana çıkmıştır. Bu yasa 1930'dan bu yana ABD sermaye piyasaları mevzuatı içerisindeki en önemli değişikliklerden biri olarak kabul edilmektedir. Bu yasanın ortaya çıkmasının temel nedeni, Enron ve Worldcom gibi finansal bilgi raporlamasında yapılan hilelerin tekrarlanmasına engel olmaktır. Sarbanes Oxley yasasının hedeflediği konular şu başlıklarla özetlenebilir<sup>37</sup>:

- Yatırımcı haklarının korunması,
- Finansal raporlama süreci üzerindeki kontrollerin düzenlenmesi,
- Kurumsal yönetim uygulamalarının iyileştirilmesi,
- Kamu güveninin sağlanması,
- Denetim komitesinin bağımsız olması.

Bu yasa genel itibarıyla, ihraççılar, yönetim kurulu ve işletme yöneticileri, denetim komitesi ve denetim şirketleri ile ilgili olarak yapılan düzenlemeleri içermektedir. Bu düzenlemelerin en önemlilerinden bazıları şu şekildedir: <sup>38</sup>

- Belirli istisnalar haricinde, yönetim kurulu üyelerine, müdürlere ve diğer üst düzey yöneticilere kredi verilmemesi,
- Finansal durumlarda meydana gelen değişiklikleri anında ve eksiksiz olarak kamuoyuna açıklama yükümlülüğü,
- Şirket yöneticisinin, iç kontrol sisteminin geçerliliği hakkında yaptığı değerlendirme ile ilgili olarak rapor sunması,
- Doğru ve güvenilir ifadeler içeren finansal ve mali bilgilerin kamuya açıklanması,
- Defterlerin tutulması, hesap işleri ve diğer rapor hizmetlerinde dolandırıcılık yapılması hakkında ağır cezalar düzenlenmesi,
- Şirket yöneticisi ve finansman müdürü tarafından tüm şirket kararlarının ve raporların borsa düzenlemelerine, doğruluk ve adalet ilkelerine uygunluğunun sağlanması,
- Denetim komitesinin ihraççıya bağımlı olmaması,

<sup>37</sup> Mehmet Somer Ünsal, "Sarbanes Oxley Yasası ve Türk Bankacılık Sektörü", **Active Bankacılık ve Finans Dergisi**, No: 55, 2008, ss.1-9.

<sup>38</sup> Pulaşlı, **a.g.e.**, ss.77-80.

- İçlerinde en az bir tane mali konuda uzman olacak şekilde denetim komitesi üyelerinin oluşturulması,
- Defterlerin tutulmasında veya hesap işlerinde yasal kurallara aykırılık olması durumunda, şirket çalışanlarının doğrudan denetim komitesine bildirimde bulunmasını sağlayacak bir iç genelge hazırlanması.

Sarbenes Oxley Kanunu'nun getirdiği önemli değişiklikler ise şunlardır<sup>39</sup>:

- Kanun, şirket yönetim kurulları ile yöneticilerinin yetki ve sorumluluklarını arttırmış, şirketlerle ilgili çıkar gruplarını yeniden tanımlamıştır.
- Kanun, hissesi borsada işlem gören şirketlerin, konsolidasyon dışı özel amaçlı şirket kurmalarını ve danışmanlık hizmeti veren şirketlerin denetim yapmalarını yasaklamıştır.
- Yöneticilerin ve yönetim kurulu üyelerinin şirketlerden alabilecekleri primlere sınırlama getirmiştir.
- Şirket yöneticilerine verilecek hisse senedi satın alma opsiyonları kısıtlanmıştır.
- Bağımsız denetçilerin denetlenmesinin yönetimi SEC'ye verilmiştir.
- Bağımsız "Düzenleme Denetleme ve Gözetleme Üst Kurulu"nu kurmuştur.

### 1.6.5. OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri

27-28 Nisan 1998'de bakanlar düzeyinde toplanan OECD Konseyi, hükümetler ve diğer ilgili uluslararası örgütler ve özel sektör ile birlikte OECD'yi kurumsal yönetim standartlarını ve bununla ilgili ilkeleri geliştirme hususunda yönlendirerek Kurumsal Yönetim Çalışma Grubunu oluşturmuştur. Bu belgede yer alan ilkeler, üye ülkelerdeki deneyimler ve kurumsal yönetim konusunda OECD İş Dünyası Danışma Grubu'nun çalışmalarını içeren ve OECD içinde gerçekleştirilen önceki çalışmalardan oluşturulmuştur. Bu ilkelerin hazırlanması esnasında, OECD üyesi olmayan ülkeler, Dünya Bankası, Uluslararası Para Fonu (IMF), iş dünyası, yatırımcılar, ticaret odaları ve diğer ilgili taraflarla bilgi alışverişinde bulunan Mali Piyasalar Komitesi, Uluslararası Yatırım ve Çok Uluslu İşletmeler Komitesi, Sektör

<sup>39</sup> Mustafa Aysan, **Kurumsal Yönetim (Corporate Governance) Ve Risk**, Birinci Basım, Elit Ofset Matbaacılık, İstanbul, 2007, s.78.

Komitesi, Çevre Politikası Komitesi gibi birkaç OECD Komitesi faaliyette bulunmaktadır. 26-27 Mayıs 1999'da bakanlar düzeyinde toplanan OECD Konseyi Toplantısı'nda kurumsal yönetim ilkeleri onaylanmıştır. OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri; hissedarların hakları, hissedarlara eşit davranılması, şirketteki çıkar gruplarının rolü, açıklama ve şeffaflık ile yönetim kurulunun sorumlulukları ile ilgili beş ana bölümden meydana gelmektedir.<sup>40</sup>

OECD ilkelerinin temel alanları ve açıklamaları şu şekildedir<sup>41</sup>:

- İlke 1: Etkili bir kurumsal yönetim çerçevesi için temel sağlamak: Kurumsal yönetim, şeffaf ve etkin piyasaları teşvik eden, hukuk kurallarıyla uyumlu olan ve farklı yönetenler, düzenleyiciler ve icra otoriteleri arasındaki sorumluluk alanlarına açıklık getiren bir çerçeveye sahip olmalıdır.
- İlke 2: Hissedarların ve anahtar mülki fonksiyonların hakları: Kurumsal yönetim çerçevesi hissedar haklarının uygulanmasını korumalı ve kolaylaştırmalıdır.
- İlke 3: Hissedarlara eşit muamele: Kurumsal yönetim çerçevesi azınlıkta kalan ve dış hissedarları da kapsayacak şekilde tüm hissedarlara eşit düzeyde davranılmasını sağlamalıdır. Tüm hissedarlar haklarının ihlal edilmesi durumunda tatmin edici bir tazminat alma hakkına sahip olmalıdır.
- İlke 4: Kurumsal yönetimde hissedarların rolü: Kurumsal yönetim çerçevesi, anlaşma yoluyla düzenlenen hissedar haklarının tanınmasını sağlamalı ve kurumlar ile hissedarlar arasındaki servet, istihdam ve finansal girişimlerde sürdürülebilirliği gerçekleştirilmelidir.
- İlke 5: Kamuoyuna açıklama yapma ve şeffaflık: Kurumsal yönetim çerçevesi finansal durum, performans, mülkiyet ve şirket yönetimi ile ilgili tüm sorunları zamanında doğru ve eksiksiz bir şekilde kamuoyuna açıklamalıdır.
- İlke 6: Yönetim kurulunun sorumlulukları: Kurumsal yönetim çerçevesi, yönetim kurulunun şirkete ve hissedarlara karşı sorumluluğunu sağlamalıdır.

İlkelerin, kurumsal yönetim çerçevesi ve hissedarların hakları ile ilgili maddelerinin detayı aşağıdaki şekildedir<sup>42</sup>:

<sup>40</sup> Gürbüz ve Ergincan, **a.g.e.**, ss.17-18.

<sup>41</sup> Abdussalam Mahmoud Abu-Tapanjeh, "Corporate Governance From The Islamic Perspective: A Comparative Analysis With OECD Principles", **Critical Perspectives on Accounting**, C:20, No:5, 2009, ss.556-567.

<sup>42</sup> Kurumsal Yönetim Derneği Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü, **Kurumsal Yönetim İlkeleri**, Yayın No: KYD-Y/2005-01-01, Cem Ofset, İstanbul, Ocak 2005, ss.13-19.

- Etkin Kurumsal Yönetim Çerçevesi Temelinin Tesisi: Kurumsal yönetim çerçevesi kanunlara uygun olarak şeffaf ve etkin piyasaları teşvik etmeli, farklı denetleme, düzenleme ve yürütme organları arasında sorumluluk dağılımını açık bir şekilde yapmalıdır. Kurumsal yönetim çerçevesi, ekonominin genel performansı, piyasa güvenilirliği, piyasa katılımcılarında meydana getirdiği motivasyon ve şeffaf ve etkin piyasaların teşvik edilmesi etrafında geliştirilmelidir. Kurumsal yönetim uygulamalarını etkileyen yasal ve düzenleyici şartların kanunlara uygun, şeffaf ve uygulanabilir olması gerekmektedir. Piyasadaki belirsizliğin giderilmesi gibi konular söz konusu olduğunda etkin ve tarafsız olarak uygulama ve yürütmeyi mümkün kılacak yeni yasa ve kurallar oluşturulmalıdır. Denetim, düzenleme ve yürütme sorumlulukları, çıkar çatışmasına neden olmayacak şekilde görevini yerine getirecek hukuki denetime sahip organlara verilmelidir ve bu organlar profesyonel ve nesnel bir şekilde görevlerini yerine getirebilmelerine katkı sağlayacak yetki, güvenilirlik ve kaynaklara sahip olmalıdır. Aynı zamanda getirdikleri kurallar, yerinde, şeffaf ve tamamen açıklanmış olmalıdır.

- Hissedarların Hakları Ve Temel Sahiplik İşlevleri: Kurumsal yönetim çerçevesi, hissedarların haklarını korumalı ve kullanabilmesini kolaylaştırmalıdır. Temel hissedarlık hakları, mülkiyeti tescil yöntemlerini güvence altına alma, hisseleri devir ve temlik etme, şirket hakkında zamanında ve düzenli bir şekilde açıklayıcı bilgi edinme, genel kurul toplantılarına katılma ve oy kullanma, yönetim kurulu üyelerini seçme ve azletme, şirketin karından pay alma haklarını içermelidir. Hissedarlar aynı zamanda genel kurul toplantısına katılma ve oy kullanma hakkına sahip olmalı ve genel kurul toplantılarına hakim olan kurallar hakkında tam ve zamanında bilgilendirilmelidir. Bazı sermaye yapıları hissedarın şirket üzerinde sahip olduğu payla orantısız olarak kontrole sahip olmasına fırsat vermektedir. Çapraz hissedarlık, sınırlı veya çoklu oy haklarına sahip olan hisseler, kontrol çoğunluğunu elinde bulundurmayan hissedarların şirket politikalarını etkileme kapasitelerini azaltmak amacıyla kullanılabilir. Bu nedenle bazı hissedarların sahip oldukları pay ile orantısız bir şekilde belirli bir kontrol elde etmelerine olanak tanıyan sermaye yapıları ve düzenlemeleri açıklanmalıdır. Kurumsal yatırımcılarda dahil olmak üzere tüm hissedarlar açısından mülkiyet haklarının kullanımı kolaylaştırılmalıdır. Yatırımcılar, birbirlerinden farklı hedeflere sahip olabileceklerinden dolayı Kurumsal Yönetim İlkeleri için belirli bir yatırım stratejisinin savunuculuğunu yapmamaktadır. Kurumsal hissedarlarda dahil olmak üzere tüm



hissedarların haklarının kötüye kullanılması durumunda görüş alışverişinde bulunmalarına olanak tanınmalıdır.

- Hissedarların Adil Muamele Görmesi: Kurumsal yönetim çerçevesi azınlık ve yabancı hissedarlarda dahil olmak üzere tüm hissedarlara eşit davranılmasını sağlamalı tüm hissedarlar haklarının ihlal edilmesi durumunda telafi yada tazminat elde etme imkanına sahip olmalıdır. Aynı haklara sahip olan herhangi bir tertipteki hisselerle sahip olan hissedarlara eşit muamele yapılmalıdır. Tüm yatırımcılar hisse satın almadan önce hisselerle ilgili bilgi sahibi olabilmelidir. Genel kurul toplantılarının işlem ve usulleri, tüm hissedarların adil muamele görmelerine olanak sağlayacak şekilde belirlenmelidir. Usulsüz kişisel işlemler, kişilerin şirketle yakın ilişki içinde bulunarak, bu ilişkileri şirketin ve yatırımcıların aleyhine olacak şekilde kullanmalarıyla ortaya çıkar. Bu olumsuzlukların önüne geçebilmek için bilgisel etkinsizlik ve usulsüz kişisel işlemler yasaklanmalıdır. Yönetim kurulu üyeleri ve kilit yöneticiler, şirketi etkileyen özel bir işlem veya konu ile ilgili kararlarına etki edebilecek şirket dışında bir işe, aileye veya diğer özel bir ilişkiye sahip olmaları halinde ve doğrudan, dolaylı veya üçüncü taraflar adına maddi çıkar konusu olabilecek her türlü bağlantıları ile ilgili yönetim kurulunu bilgilendirme yükümlülüğüne sahiptirler.

- Kurumsal Yönetimde Paydaşların Rolü: Kurumsal yönetim çerçevesi, paydaşların haklarını gözetmeli, servet ve yeni iş alanları oluşturmada şirketler ile paydaşları arasında etkin işbirliğini ve mali bakımdan güçlü olan işletmelerin ayakta kalmasını teşvik etmelidir. Rekabet edebilirlik ve şirketin nihai başarısı, yatırımcılar, çalışanlar, alacaklılar ve tedarikçiler gibi kaynak temin eden farklı unsurların katılımıyla gerçekleşen bir ekip çalışmasının sonucudur. Kurumsal yönetim çerçevesi, paydaşların çıkarlarının ve şirketin uzun vadeli başarısına katkılarının gözetilmesinin, şirkete değer kattığını göz önünde bulundurmalıdır. Bu ilkeye göre paydaşların kanunlar veya ikili anlaşmalarla oluşturulmuş olan haklarına saygı gösterilmelidir. Yasal çerçeve ve süreçler şeffaf olmalı, paydaşların haklarının ihlal edilmesi durumunda yeterli telafi ya da tazminat elde etmelerine fırsat sağlamalıdır. Kurumsal yönetim çalışanların katılımına imkan tanıyacak performans geliştirici mekanizmaların oluşturulmasına izin vermelidir. Paydaşlar kurumsal yönetim sürecine katıldıkları durumlarda zamanında ve düzenli olarak konuyla ilgili sorumluluklarını yerine getirebilmeleri için yeterli ve güvenilir bilgilere erişebilmelidirler. Şirket yetkililerinin etik olmayan ve yasalara aykırı davranışları,

paydaşların haklarını ihlal etmekte kalmayıp aynı zamanda şirketin ve hissedarların zarar görmesine neden olabilmektedir. Bu nedenle çalışanlar ve paydaşlar kanunlara aykırı ve etik olmayan uygulamalar hakkında kaygılarını yönetim kuruluna serbestçe iletebilmeli ve bundan ötürü hakları tehlikeye girmemelidir.

- Kamuya Açıklama Yapma Ve Şeffaflık: Kurumsal yönetim çerçevesi, şirketin mali durumu, performansı, mülkiyeti ve idaresi de dahil olmak üzere şirketle ilgili tüm konularda doğru ve zamanında açıklama yapılmasını sağlayan etkili bir beyan sistemine sahip olmalıdır. Şirketlerin piyasa bazında denetimlerinin yapılmasında ve hissedarların oy haklarını kullanmalarında etkili bir beyan sistemi büyük bir öneme sahiptir. Büyük ve aktif bir sermaye piyasasına sahip olan ülkelerde, kamuya açıklama yapma şirketlerin davranışlarını etkileme ve yatırımcıları koruma açısından önemli bir katkı sağlamaktadır. Etkili bir açıklama sistemi sermaye çekmeye ve sermaye piyasalarında güveni korumaya katkı sağlarken, kamuya yeterli açıklama yapmama ve kamunun zamanında ve eksiksiz olarak bilgilendirilmemesi, etik olmayan davranışlara ve piyasa güvenilirliğinin, şirketlerin, hissedarların ve ekonominin büyük çoğunluğunun zarar görmesine neden olur, piyasaların işlemesine engel olur, sermayenin maliyetini yükseltebilir ve kaynakların yetersiz dağılımına yol açar. Kurumsal yönetim ilkeleri, bütün önemli gelişmelerin zamanında açıklanmasını desteklemektedir. Söz konusu açıklamalar, şirketin mali ve faaliyete ilişkin durumunu ve işletme kar-zarar hesabını, şirket hedeflerini, büyük hissedarlar ve oy kullanma haklarını, yönetim kurulu üyeleri ve kilit yöneticilerle ilgili ödüllendirme politikası ve kişilerin vasıflarını, seçim sürecini, diğer şirketlerdeki üyelikleri ve yönetim kurulu tarafından bağımsız olarak görülüp görülmedikleri de dahil yönetim kurulu üyeleri hakkındaki bilgileri, ilgili taraf işlemlerini, çalışanlar ve diğer paydaşlar ile ilgili konuları, kurumsal yönetim yapısı ve politikalarını, özellikle de kurumsal yönetim kurullarının ve politikasının içeriği ve uygulama sürecini kapsamalıdır. Hazırlanan mali tabloların, şirketin mali durumunu ve performansını her açıdan doğru bir şekilde yansıttığı güvencesinin yönetim kuruluna ve hissedarlara objektif olarak verilebilmesi amacıyla yıllık denetim, bağımsız, yetkin ve uzman bir denetçi tarafından gerçekleştirilmelidir ve denetçi görüşü mali tabloların hazırlanma ve sunulma şekli ile ilgili görüşü de içermelidir. Bu bilgileri yayma kanalları, konuyla ilgili bilgiye, kullanıcılar tarafından adil bir şekilde, zamanında, eksiksiz olarak ulaşılmasını sağlamalıdır.

- Yönetim Kurulunun Sorumlulukları: Kurumsal yönetim çerçevesi, yönetim kurulu tarafından yönetimin etkin denetimini ve yönetim kurulunun şirkete ve hissedarlara karşı hesap verme yükümlülüğü taşımasını sağlamalıdır. Yönetim kurulu üyeleri, tam bilgilenmiş olarak, iyi niyetle, gerekli dikkat ve özeni göstererek, şirketin ve hissedarların menfaatlerini en iyi gözetecek şekilde hareket etmelidir. Yönetim kurulunun diğer görevleri arasında, şirket stratejisini, başlıca eylem planlarını, risk politikalarını, yıllık bütçeleri ve iş planlarını yönlendirmek ve gözden geçirmek; performans hedeflerini saptamak, uygulamaları ve şirket performansını denetlemek ve büyük sermaye harcamalarını, devralmaları ve mal varlığı satışlarını yönetmek, kurumsal yönetim uygulamalarının etkinliğini kontrol etmek ve gerektiğinde değişiklikler yapmak, kilit yöneticileri seçmek, ödüllendirmek, denetlemek, gerektiğinde değiştirmek ve yönetimin sorunsuz şekilde el değiştirmesini sağlamak, tepe yönetim ve yönetim kurulu üyelerinin ödüllendirilmesini, şirketin ve hissedarların uzun vadeli çıkarına göre belirlemek, formel ve şeffaf bir atama süreci oluşturmak, tepe yönetim, yönetim kurulu üyeleri ve hissedarların olası çıkar çatışmalarını kontrol etmek, denetim sistemlerinin güvenilirliğini ve işlerliğini sağlamak, iletişim süreçlerine katılmak gibi çeşitli görevler yer almaktadır. Yönetim kurullarının objektif karar verebilir durumda olması yönetim kurullarının, tepe yönetiminin performansının denetlenmesi, çıkar çatışmalarının önlenmesi görevlerini yerine getirebilmek için önemli bir husustur. Bu nedenle yönetim kurulu üyeleri, şirket işlerinde objektif olarak bağımsız muhakeme yürütebilme yeteneğine, sorumluluklarını yerine getirme konusunda gerçeğe uygun, konuyla ilgili ve geçerli bilgiye eksiksiz ve zamanında ulaşabilme olanağına sahip olmalıdır.

## **1.7. DÜNYADA BAŞLICA KURUMSAL YÖNETİM MODELLERİ**

Dünyada başlıca kurumsal yönetim modelleri, Anglo-Sakson Modeli ve Kıta Avrupası Modeli olarak sayılabilir.

### 1.7.1. Anglo-Sakson Modeli

Sermaye piyasası ve mülkiyet özellikleri ile birlikte hissedarların servetini maksimize etmek, Anglo-Sakson modeli ile ilişkilidir. Anglo-Sakson modelinin, yönetim kontrolü ve hissedar mülkiyeti arasındaki ayrım tarafından ifade edildiği ve böylece kurumsal sistemin yabancı bir modeli olarak tanımlandığı söylenmektedir. Kurumsal yönetimin içsel sistemi, çapraz hissedarlar, yönetim kurulunun çapraz temsili, kurumsal karar almadaki geniş yatırımcı katılımı ve hisse mülkiyetine odaklanmayla ifade edilmektedir. Bunların büyük bölümü, şirketler ve onların çalışanları, tedarikçileri, müşterileri, yatırımcıları ve tüketici grupları arasındaki firma işbirliği ve ilişkiye özel yatırımları kurma potansiyeline sahiptir. Almanların birlikte karar verme sistemleri ve Japonların yaşam boyu istihdam sistemi gibi işçi ilgisi üzerindeki korumalar, hissedar odaklı yorumlara göre daha fazla ilgiyi kendinde toplar. Kurumsal yönetimin dışsal sistemi, hissedarların yönetim kararları üzerinde kontrol kurabildikleri ancak kötü niyetli şirket devralmaları için tehlike oluşturabilecek kurumsal kontrol için aktif piyasa tarafından ifade edilir.<sup>43</sup>

Kurumsal yönetim ile ilgili düzenlemelerin İngiltere'deki Cadbury Raporu ile başladığı kabul edilmektedir. Anglo-Sakson sisteminin kurumsal yönetim ilkelerine, kurumsal yönetime diğer ülkelerden daha önce gereksinim duymasının başlıca nedeni, Anglo-Sakson şirketlerinin sermayelerinin, Kıta Avrupa'sındaki şirketlerle karşılaştırıldığında çok büyük miktarlara ulaşması ve gelişmiş sermaye piyasalarının ABD ve İngiltere'de oluşmasıdır.<sup>44</sup>

Anglo-Sakson modelinde işletmelerde yönetim kurulu ve denetim kurulu gibi iki ayrı kurul bulunmamakta, yönetim ve denetim sorumlulukları tek bir hukuksal kişilikte toplanmakta, icrada görevli kurul üyeleri (executive) ve icrada görevli olmayan (non-executive) kurul üyeleri bulunmaktadır. İcrada görevli olmayan kurul üyelerinin hissedar çıkarlarını göz önünde bulundurarak, işletme yönetiminde ve temel politikaların belirlenmesinde icrada görevli üyelere yardımcı olması ve tavsiyelerde bulunması beklenmektedir. Böyle bir kurul yapısı Anglo-Sakson

---

<sup>43</sup> Jennifer Cook ve Simon Deakin, **Stakeholding And Corporate Governance: Theory and Evidence on Economic Performance**, ESRC Centre for Business Research, Cambridge, 1999, ss.4-5.

<sup>44</sup> Şehirli, **a.g.e.**, s.2.

modelinde “tek katmanlı” olarak ifade edilmektedir. Anglo-Sakson modelinde yönetsel anlamda karar verme süreçlerinde hissedarların önemli katkısı bulunmakta ve hissedar hakları çok önemli yer tutmaktadır. Bu modelde hissedar hakları çok iyi korunmaktadır. Bu model ayrıca, yatırım yapacak her yatırımcının bilgiye kolaylıkla, zamanında ve eksiksiz ulaşması ve küçük yatırımcıların işletmeye hakim olan hissedarlar tarafından sömürülmemeleri için gerekli düzenlemeleri içermektedir. Anglo-Sakson modelinde işletme yöneticilerine yapılan ödemeler gösterdikleri performans ile paralellik göstermektedir.<sup>45</sup>

Anglo-Sakson modeli hissedar modeli olarak da adlandırılmaktadır. Hissedar sayısının fazla olduğu bir şirketin az sayıda yatırımcı tarafından kontrol edilmesi mümkün olmadığından yatırımcılar şirket ile olan ilişkilerini finansal kurumlar aracılığıyla gerçekleştirirler. Bu nedenlerle Anglo-Sakson sisteminde kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ilkeleri şirket ile doğrudan ilişki içinde bulunmayan hissedarların şirket hakkında bilgi edinmelerinde büyük önem taşımaktadır. Anglo-Sakson sisteminde önemli ve kurumsal yönetimde düzenlemeleri olan, şirket yöneticileri, yönetim kurulu ve temsil sorunu olmak üzere üç temel bileşen vardır. Cadbury Raporu'nun, kurumsal yönetimi, şirketin nasıl yönetileceğini ve denetleneceğini belirleyen sistem olarak tanımlaması Anglo-Sakson sisteminin önemli ölçüde şirketin içyapısına ve karar alma süreçlerine odaklandığını göstermektedir. Bu sistem yönetici ve yönetim odaklı düzenlemeler meydana getirmekte ve dışsal denetim mekanizmalarından yoğun bir biçimde yararlanmaktadır. Şirket yöneticilerinin hissedarlarla doğrudan kurdukları ilişkinin düşük ve yöneticilerin gücünün fazla olması, dışsal denetim mekanizmalarının yoğun olarak kullanılmasına neden olmaktadır. Anglo-Sakson sisteminde şirketlerin amaçları kar elde etmek, hissedarların beklentilerini karşılamak ve refahlarını arttırmak şeklinde özetlenebilir. Anglo-Sakson sistemi hissedarlara büyük önem vermesinden dolayı hissedar modeli olarak da ifade edilmektedir.<sup>46</sup>

Anglo-Sakson modeli aşağıdaki maddeler halinde özetlenebilir:<sup>47</sup>

---

<sup>45</sup> Levent Çıtak, “Kurumsal Yönetim Sistemlerinde Yakınsama”, **İstanbul Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi**, Sayı: 35, Ekim 2006, ss.145-169.

<sup>46</sup> Doğan, **a.g.e.**, ss.84-85.

<sup>47</sup> Kadir Tuna, **Bankalarda Kurumsal Yönetim**, BDDK 10.Kuruluş Yıldönümü Seminer, Ankara, Mart 2009, (Çevrimiçi)  
[http://www.kadirtuna.com/attachments/File/Banka\\_Kurumsal\\_Yönetim.pdf](http://www.kadirtuna.com/attachments/File/Banka_Kurumsal_Yönetim.pdf), 23.08.2013.

- Anglo-Sakson modeli, dışarıdan kontrol ve geniş tabanlı sahiplik yapısı ile “dışarıdakiler sistemi” (outsider system) olarak tanımlanmakta ve bu durum çok sayıda küçük hisse sahibinin bulunduğu yayılmış hissedarlık yapısını ifade etmektedir.
- Şirketlerin kuruluş aşamasında sermaye riskini üstlenen hissedarların beklentilerine büyük önem verilmektedir.
- Hissedar odaklı yaklaşımın geliştiği ülkeler arasında başta ABD ve İngiltere olmak üzere Anglo-Sakson ülkeler olduğu görülmektedir.
- Küçük hissedarlar, yönetim kurulu ve üst düzey yönetimin faaliyetlerini yeterli ölçüde denetleme ve gözetim yapma konusunda yetersiz kalabilmektedir.
- Bu modelde yönetim kurullarının, hissedarlara karşı hesap verme sorumluluğu konusunda yetersiz kalabilmesi, “güçlü yönetici, zayıf sahiplik” durumunun olduğunu göstermektedir.

### **1.7.2. Kıta Avrupası Modeli**

Kıta Avrupası, ortaklığın daha yoğun olduğu ve şirket kontrolünün büyük hissedarların elinde olduğu bir sistemdir. Bu sistemde yönetim kurulu, yönetici hissedarlar tarafından kontrol edilmektedir. Sistemde, hisse senedi piyasasındaki koteli şirket sayısı ve likidite az ve karşılıklı hissedarlık sistemi yaygındır. Bu sistemde kontrol şirketler ya da aileler elindedir, dış yatırımcılar hisse senedi piyasasını kullanarak hisse getirilerine katılım gösterip çok fazla kontrol sağlayamamaktadır. Yönetim kurulu kontrolü, üst yöneticilerin değişimi, büyük yarıdaşların kontrolü gibi direkt kontrol eden mekanizmaları içermektedir. Bu sistemin özünde grup temelli model vardır ve bu modelde hükümet ulusal hedefleri gerçekleştirmek için endüstri ile yakın işbirliğinde bulunur. Rekabetin önemli olduğu bilinmekte fakat piyasanın tek başına şirketler açısından en önemli unsuru oluşturmayacağı düşünülmektedir. Grup temelli model, grup şirketleri arasındaki uzun dönemli ilişkiler aracılığıyla düzenlenir. Şirket sahipleri ve grup içi şirketler arasındaki ilişki geliştirilir. Kıta Avrupası sisteminde kurumsal yönetim, şirket

sahipleri ve şirket yöneticileri arasında uzun vadeli, her iki tarafa da yarar sağlayan değişimleri elde etmek için kullanılmaktadır.<sup>48</sup>

Kıta Avrupası modeli aşağıdaki maddeler halinde özetlenebilir:<sup>49</sup>

- Şirketlerin varlık nedeninin doğrudan ya da dolaylı olarak ilişkide bulunduğu paydaşların beklentilerini öncelikli olarak karşılaması olduğunu savunmaktadır.
- Sahiplik ya da kontrolün birkaç kişide toplandığı yoğunlaşmış hissedarlık yapısından oluşmaktadır. Bu kişiler ya da gruplar, yönetimde kontrole sahip oldukları için “içerdeki sistem” (insider system) olarak tanımlanmaktadır.
- Kıta Avrupası’na dahil ülkeler arasında bulunan Fransa, Almanya, Belçika ve İtalya gibi ülkelerdeki şirketlerin mülkiyet yapılarında çoğunlukla büyük hissedarlar ile küçük hissedarlar bulunmaktadır.
- Böyle bir modelde, hakim hissedarın bulunması bazen şirket yönetiminin başarılı olmasını sağlarken bazen de azınlık hissedarların aleyhinde durumlara dönüşebilmektedir.

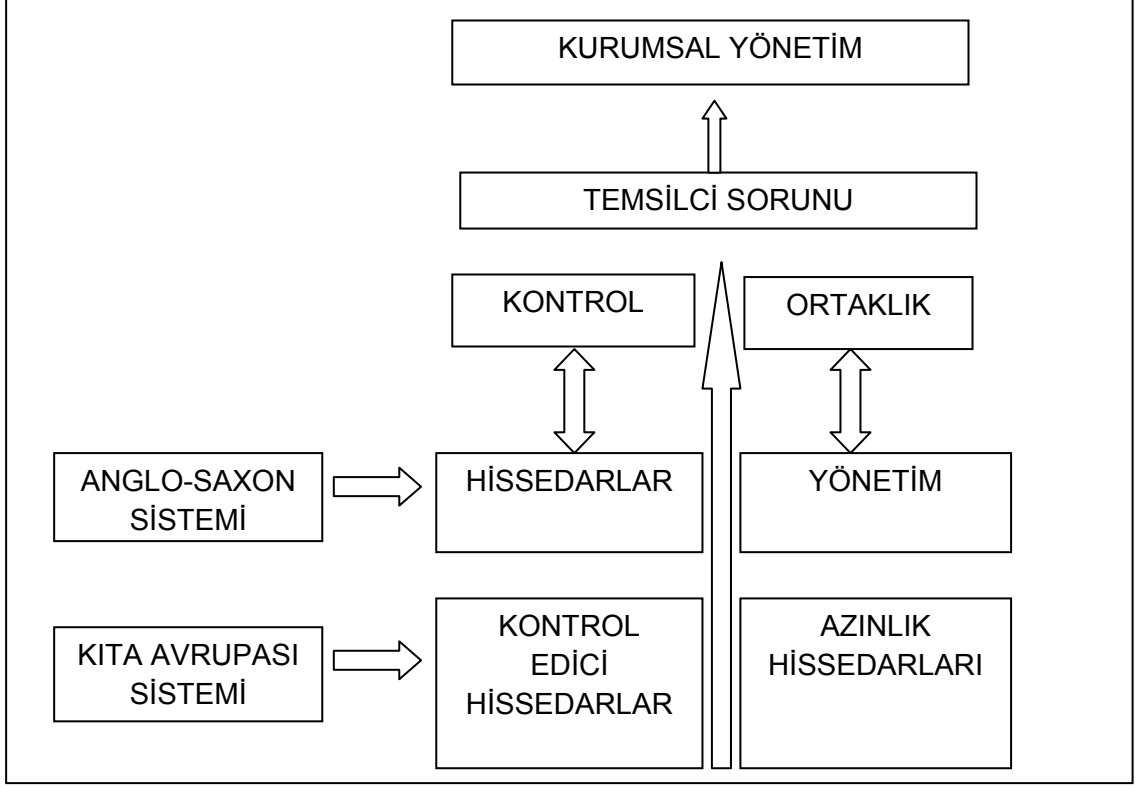
Aşağıda, Tablo 2 ve Tablo 3’te Anglo Sakson ve Kıta Avrupası modellerinin özellikleri ve iki model arasındaki farklılıklar özet şeklinde gösterilmiştir.

---

<sup>48</sup> Kula, **a.g.e.**, ss.40-45.

<sup>49</sup> Tuna, **a.g.e.**, (Çevrimiçi).

**Tablo 2: Anglo-Saxon Ve Kıta Avrupası Kurumsal Yönetim Sistemlerindeki Temel Farklılık**



**Kaynak:** Veysel Kula, **Kurumsal Yönetim Hissedarların Korunması Uygulamaları ve Türkiye Örneği**, 1.Basım, Papatya Yayıncılık, İstanbul, Mayıs 2006, s.41.

**Tablo 3: Anglo Sakson ve Kıta Avrupası Kurumsal Yönetim Sistemlerinin Karşılaştırılması**

Kriter	Anglo-Saxon Sistemi (Piyasa Kontrolü)	Kıta Avrupası Sistemi (Büyük hissedar kontrolü)
Ortaklık	Dağınık	Yoğunlaşmış
Ortak Kimliği	Kurumsal yatırımcılar	Aileler, özel şirketler ve finansal kurumlar
Kontrol	Yönetim kurulunda	Büyük hissedarlarda
Yönetim kurulu	Dış üyeler etkin	İç üyeler ve büyük ortaklarla bağlantılı dış üyeler



**Tablo 3: Anglo Sakson ve Kıta Avrupası Kurumsal Yönetim Sistemlerinin Karşılaştırılması (Devamı)**

Sermaye piyasaları	Likit	Göreceli olarak likit değil
Kurumsal kontrol piyasası	Gelişmiş	Kısıtlı
Karşılıklı Hissedarlık	Kısıtlı	Yaygın
Koteli şirket sayısı	Çok	Az
Hissedar-yönetici ilişkisi	Kısıtlı, kişisel değil	Yoğun
Yatırımcı ilişkisi	Yaygın	Yaygın değil
Şirket sahipleri ile grup içi şirketlerin uzun süreli ilişkisi	Yaygın değil	Yaygın
Yönetim faaliyeti açıklanması	Yaygın	Yaygın değil
Hissedar aktivizmi	Yaygın	Yaygın değil
En iyi uygulama kodu uygulaması	Etkin	Etkin değil

**Kaynak:** Veysel Kula, **Kurumsal Yönetim Hissedarların Korunması Uygulamaları ve Türkiye Örneği**, 1.Basım, Papatya Yayıncılık, İstanbul, Mayıs 2006, s.44.

## İKİNCİ BÖLÜM

### TÜRKİYE'DE KURUMSAL YÖNETİM

#### 2.1.TÜRKİYE'DE KURUMSAL YÖNETİM ANLAYIŞI

Kurumsal yönetim, şirketin değerini ve verimliliğini arttıran, şirketin ortaklarına hissedarlarına ve çalışanlarına karşı, yasalara uygun, etik değerler etrafında çalışmalarda bulunarak planladığı hedeflere ulaştırmaya yardımcı olan bir sistemdir. Ülkelerde hukuki alt yapının gelişmesi, düzenleme sürecinin esnek ve gelişmelere uyum sağlayacak yapıda olması, zaman içerisinde mevzuat ile uygulamalar arasında fark ortaya çıkmasını etkilememektedir. Bu fark yapılan yeni yasal düzenlemelerle giderilmeye çalışılmakta, ancak bu durum zaman almakta, köklü ve radikal değişikliklerin yapıldığı durumlar söz konusu olduğunda bu süreç daha da uzayabilmektedir. Bu durumun hem Dünya'da hem de Türkiye'de böyle olduğu söylenebilir. Bu tür farkların giderilmesinde kurumsal yönetim uygulamalarının önemli bir rolü vardır. Kurumsal yönetim ilkelerine uyum sağlayarak faaliyette bulunan şirketlerin risk düzeyleri azalmakta sermaye maliyetleri düşmekte, uluslararası alanda rekabet avantajına sahip olabilmekte, piyasadaki önemi artmaktadır. Türkiye'de kurumsal yönetim ilkelerinin şirketler tarafından benimsenmesiyle birlikte ekonominin temel yapıtaşı olan sermayenin ülkeye girişi sağlanabilecek ve böylece ekonomik kalkınmanın yolu açılacaktır. Çünkü kurumsal yönetim anlayışı şirket performansının sürdürülebilirliğini sağlamakta ve küresel finansal sistemde yatırımcıların talep ettikleri getiri oranının artmasını sağlayarak, talep edilebilir bir yatırım ortamı oluşturmaktadır.<sup>50</sup>

Türkiye'de kurumsal yönetim ile ilgili ilk çalışmaları Türk Sanayicileri ve İş Adamları Derneği (TÜSİAD) gerçekleştirmiştir. 1999 yılında OECD tarafından kabul edilen OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri ülkemizde TÜSİAD tarafından 2004 yılında yayımlanmıştır. TÜSİAD'ın önderliğinde 2003 yılında kurulan TKYD, çağdaş kurumsal yönetim uygulamalarının benimsenmesiyle birlikte tüm paydaşların ve

---

<sup>50</sup> Cengiz Toraman ve Hasan Abdioğlu, "İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi'nde Yer Alan Şirketlerin Kurumsal Yönetim Uygulamalarında Zayıf ve Güçlü Yanları: Derecelendirme Raporlarının İncelenmesi" ,**Mufad Dergisi**, Sayı: 40, 2008, ss.96-109.

Ülkemizin refahının artacağı düşüncesiyle ülkemiz kurumlarının yüksek performanslı, rekabetçi iyi yönetilen kurumlar haline gelebilmesi için çalışmalar yapmayı amaçlamaktadır. Bunların dışında büyük ölçekli birçok şirket kurumsal yönetim ilkelerini kamuoyuna açıklayarak kurumsal yönetim anlayışını benimsediklerini göstermişlerdir. Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), kurumsal yönetim ile ilgili birtakım çalışmalarda bulunmuş özellikle halka açık şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerinin belirlenmesinde önemli rol üstlenmiştir. Borsa İstanbul da kurumsal yönetim ilkelerini benimsemiş ve bu ilkeleri uygulayan şirketleri içeren ayrı bir endeksin borsada oluşturulmasını sağlamıştır.<sup>51</sup>

Çağdaş kurumsal yönetim anlayışı, ekonomik etkinlik ve rekabeti geliştirmenin en önemli araçlarından biri olan etkili şirket yönetimi hedefine uygun olarak; şirketin yönetim kadrosu, çalışanları, büyük ve küçük ortakları yani yatırımcıları ve üçüncü kişilerle şirket arasındaki ilişkileri düzenler. Etkin bir şirket yönetimi verimliliği arttırır ve getirinin adil bir şekilde paylaşımını sağlar. Bu aşamada kurumsal yönetimin sermaye piyasaları açısından önemi ve çok büyük faydaları bulunduğu ortaya çıkmaktadır. Özellikle globalleşme ve liberalleşme ile birlikte işletmelerin çok büyümesi ve kontrollerinin güçleşmesi nedeni ile şirketlerin başarılı bir şekilde yönetilebilmesi ve zamanla şirketlerin hayatını kolaylaştırıcı etki sağlaması için geleneksel yöntemler yerine kurumsal yönetim ilkeleri uygulanmakta ve kullanılmaktadır. Globalleşme ve liberalleşmeyle paralel olarak artan rekabetle birlikte şirketlerin büyümek için yaptıkları yatırımlara finansal kaynak bulma çabaları kurumsal yönetim ilkelerine uyumu çok önemli bir hale getirmiştir. şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerine uymaları sayesinde şirkete duyulan güven artmakta ve sermaye maliyeti düşerek uluslararası sermayeyi daha çok kendilerine çekmektedirler. Türkiye’de kurumsal yönetim düzeyinin yükseltilebilmesi için hem kurumsal yönetim normları ve uygulama esasları oluşturulmalı hem de ekonomik, hukuki ve politik kurumların bu uygulamaya elverişli hale getirilmesi gerekmektedir. İyi kurumsal yönetim uygulamaları, hem ülkede verimlilik ve ekonomik fayda artışı sağlayacak hem de ülkenin birçok alanında verimlilik ve milli gelir artışını meydana getirecektir.<sup>52</sup>

---

<sup>51</sup> Coşkun şenol, “Kurumsal Yönetim (Yönetişim)”, **Gümrük Dünyası Dergisi**, Gümrük Kontrolörleri Derneği, Sayı: 46, ss.1-8.

İyi kurumsal yönetim uygulamalarının şirketler ve ülke açısından önemli katkıları bulunmaktadır. Kurumsal yönetim kalitesinin yüksek olması şirketler açısından düşük sermaye maliyeti, finansman imkanlarının ve likiditenin artması, krizlerin daha kolay atlatılması ve iyi yönetime sahip şirketlerin sermaye piyasalarından dışlanmaması şeklinde önemli katkılar sağlarken, ülke açısından ise, ülke imajının yükselmesi, sermayenin yurtdışına çıkışının önlenmesi, yabancı sermaye yatırımlarının ülkeye çekilmesi, ekonomilerin ve sermaye piyasalarının rekabet gücünün yükselmesi, krizlerin daha az zararla atlatılması, kaynakların daha etkin bir şekilde dağılması, yüksek refahın sağlanması ve sürdürülmesi şeklinde ortaya çıkmaktadır.<sup>53</sup>

Capital dergisinin İsveç Ticaret Merkezi ile işbirliği yaparak gerçekleştirdiği araştırmada yapılan anket, görüşmeler ve bunların analizleri İngiltere merkezli MORI Araştırma Şirketi tarafından gerçekleştirildi. Bu araştırma neticesinde ülkelerin kurumsal yönetim performansları Tablo 4'te gösterildiği şekilde gerçekleşmiştir.<sup>54</sup>

**Tablo 4: Uluslararası Finansal Analistlerin Gözünde Türkiye'nin Kurumsal Yönetim Performansı**

Ülke	10 üzerinden kurumsal yönetim puanı
Polonya	7,2
Peru	6,4
Brezilya	6,3
Malezya	6,3
Meksika	6,3
Tayland	6,2
<b>Türkiye</b>	<b>6,1</b>

<sup>52</sup> Nevzat Öztangut, **Kurumsal Yönetim İlkelerinin Sermaye Piyasalarının Gelişmesindeki Önemi ve Türkiye Uygulamaları**, Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, III.Kurumsal Yönetim Zirvesi, Ocak 2010, İstanbul, (Çevrimiçi), <https://www.tspakb.org.tr/>, 13/09/2013.

<sup>53</sup> Sermaye Piyasası Kurulu, **a.g.e.**, s.2.

<sup>54</sup> Capital Dergi, **Dev Kurumsal Yönetim Araştırması**, 1 Şubat 2006 Çarşamba, s.5.

**Tablo 4: Uluslararası Finansal Analistlerin Gözünde Türkiye'nin Kurumsal Yönetim Performansı (Devamı)**

Çin	4,9
Rusya	4,9
Hindistan	4,8
Filipinler	4,7
Endonezya	4,5
Kazakistan	4,3
Mısır	4,0
Arjantin	3,0
Azerbaycan	2,8

**Kaynak:** MORI, British Research Firm, "Dev Kurumsal Yönetim Araştırması", **Capital Dergi**, 2006, s.5.

## 2.2.YENİ TÜRK TİCARET KANUNUNDA KURUMSAL YÖNETİM

Yeni TTK'nin öncelikli hedefi Türk işletmelerinin uluslararası alanda ticaret, endüstri, hizmet, sermaye ve finans piyasalarında rekabet güçlerini arttırmak ve sürdürülebilir olmasını sağlamaktır. Kurumsal yönetim ilkelerinden şeffaflık ilkesi yeni TTK'de önemli bir yere sahiptir. Yeni TTK Madde 88'de gerçek ve tüzel kişilerin finansal tablolarını düzenlerken Kamu Gözetimi, Muhasebe ve Denetim Standartları Kurumu tarafından yayımlanan Türkiye Muhasebe Standartlarını uygulayacakları hükme bağlanmıştır. Yeni TTK, anonim şirketlere kurumsal yönetim ilkeleri çerçevesinde yapılanmaları için Uluslararası Finansal Raporlama ve Türkiye Muhasebe Standartlarına uyum ile ilgili getirilen düzenlemeler gibi kurumsal yönetim ilkelerinin hesap verilebilirlik ve şeffaflık ilkeleri ile de bağlantılı olan birtakım zorunlu kurallar getirmiştir. Bu kapsamda Küçük ve Orta Ölçekli İşletmeler (KOBİ) için geliştirilen Muhasebe Standartları, kurumsal yönetim ilkelerinin KOBİ'ler tarafından da uygulanması yönünde bir zorunluluğu ifade etmektedir. Yapılan değişiklikle önceki kanunda yer alan denetçilik kurumu zorunlu olmaktan çıkarılmış, kuruluşun sermaye artırımının, yeniden yapılanmanın ve benzer önemli işlerin özel bir denetçi tarafından denetlenmesi öngörülmüştür. Yeni TTK'denin 1524.maddesi ile şeffaflığın

en üst düzeyde olmasının amaçlanması kurumsal yönetim ilkeleriyle ilgili en önemli düzenlemelerden biridir. Bu madde ile sermaye şirketlerine işletme ile ilgili her türlü bilginin kamuya zamanında ve açık bir şekilde ilan edilmesi için web sitesi oluşturma zorunluluğu getirilmiştir. Kamuya açıklanan bilgileri edinen yatırımcıların harekete geçmesiyle birlikte sermaye tabana yayılmakta ve bu durum sermaye piyasalarının gelişmesine katkı sağlamaktadır. Yeni TTK madde 1527 ile sermaye şirketlerinde genel kurul toplantılarına elektronik ortamda katılma ve oy kullanma olanağı getirilmiştir.<sup>55</sup>

Yeni TTK'ye temel oluşturan kurumsal yönetim ile ilgili getirilen hükümler aşağıdaki şekilde özetlenebilir<sup>56</sup>:

- SPK'ye, kurumsal yönetim ilkelerini derecelendirme, kurumsal yönetim ilkelerinin kural ve sonuçlarını belirleme yetkisi tanınması (Md. 1529),
- Tehlikelerin erken teşhisi için komite oluşturulması (Md.378),
- Aynı konuda denetçiye verilen ikaz görevi (Md.398),
- Yönetim kurulunun yönetimi, bir teşkilat yönetmeliği ile devretmesi (Md.367),
- Temsil yetkisinin bir veya daha fazla murahhas üyeye devredilmesi (Md.370),
- Denetimin bağımsız ve ulusal standartlara göre yapılması (Md.397),
- Kurucu menfaatleri (Md.348),
- Kurucular beyanı (Md.349),
- Kuruluş denetçisi raporu (Md.351),
- Eşit işlem uygulanması ilkesi (Md.357),
- Pay sahiplerinin şirkete borçlanamamaları (Md.358),
- Profesyonel yönetimi sağlamak amacıyla yönetim kurulu üyelerinin pay sahipleri arasından seçilme zorunluluklarının kaldırılması (Md.359),
- Yönetim kurulunda azınlığa temsil hakkının verilmesi (Md.360),
- Yönetim kurulu üyelerinin görev esnasında şirkete kusurlarıyla verecekleri zararın sigorta ettirilmesi (Md.361),
- Borca batıklıkta nesnel olunması ve önlem alınması (Md.376 ve 377),

---

<sup>55</sup> Ferruh Tunç, **Yeni Türk Ticaret Kanunu'nda Kurumsallaşmayla İlgili Düzenlemeler**, Kurumsallaşma ve Denetim Konferansı, Antalya, Ekim 2011, (Çevrimiçi), <http://archive.ismmmo.org.tr/docs/sempozyum/10/tr/FerruhTunc.pdf>, 13/09/2013.

<sup>56</sup> Ahmet Arslan, **Yeni Türk Ticaret Kanunu'nda Düzenlenen Kurumsal Yönetim**, TÜRMOB, Sirküler Rapor, Sayı:2011-6, ss.49-51.

- Bağımsızlık, tarafsızlık ve uluslararası standartta denetim, denetçinin müşterisine sadece denetim hizmeti vermesi, danışmanlık yapamaması; aynı müşteriye aynı denetçi takımı ile denetim hizmeti sunulmaması, yönetim kurulunun yıllık raporunun denetlenmesi, riskin teşhisi ve iç denetim düzeninin standartlara uygun olarak yapılıp yapılmadığının denetimi (Md.397-406),
  - Genel kurul düzeyinde devredilemez yetkilere yer verilmesi (Md.408),
  - Genel kurulun iç yönetmeliği (Md.419),
  - Organ temsilcisi, bağımsız temsilci, kurumsal temsilci (Md.428),
  - Oyda imtiyaza sınırlandırma getirilmesi (Md.479),
  - Sermaye şirketlerinin web sitesi kurmalarının zorunluluğu (Md.1524)şeklindedir.

6102 sayılı TTK şeffaflık, sorumluluk, hesap verilebilirlik ve pay sahipliği hakları yönünden önemli düzenlemeler içermektedir. Kanun bu düzenlemeler ile hukuksal olarak kurumsal yönetim ilkelerinin ülkemizdeki şirket yönetimlerine uygulanmasına olanak sağlamaktadır.

### **2.3. SPK KURUMSAL YÖNETİM İLKELERİ**

SPK, dünyadaki uygulamalara paralel olarak kurumsal yönetim ilkelerini oluşturmuştur. İlkelerin oluşturulması için Sermaye Piyasası tarafından kurulan komiteye SPK'nin, Borsa İstanbul'un ve Türkiye Kurumsal Yönetim Formu'nun uzman ve temsilcileri katılmış, ayrıca birçok akademisyenin, özel sektör temsilcisinin, kamu kuruluşları ile çeşitli meslek örgütlerinin görüş ve önerileri dikkate alınmış ve bunlar değerlendirilerek İlgelere dahil edilmiş ve böylece tüm kesimlerin katılımıyla gerçekleşen, başta 1999 yılında yayınlanan OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri olmak üzere birçok ülkenin düzenlemeleri incelenerek ve ülkemizin kendine özgü koşulları dikkate alınarak hazırlanan ortak bir ürün elde edilmiştir. Öncelikle halka açık anonim şirketler için hazırlanan ilkelere yer alan prensiplerin kamuda ve özel sektörde faaliyet gösteren diğer anonim şirketler ve kuruluşlar tarafından da uygulayabilecekleri alanları bulabilecekleri düşünülmüştür. İlkelerde yer alan prensiplerin uygulanıp uygulanmadığına, uygulanmadı ise bunun gerekçeli açıklamasına ve ilkelerin uygulanması sırasında yaşanan çıkar çatışmalarına yıllık

faaliyet raporunda yer verilmesi ve kamuya açıklanması gerekmektedir. İlkeler; pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri, yönetim kurulu olmak üzere dört ana bölümden oluşmaktadır ve bu ilkelerin özellikleri aşağıda açıklandığı gibidir<sup>57</sup>:

- Pay Sahipleri: Anonim şirketlerin yapısı içerisinde özel bir yere ve öneme sahip olan pay sahiplerinin, sermayedar olarak ekonomik anlamda şirket malvarlığının mülkiyetine sahip olmalarının sonucu olarak hem malvarlığı hakları bulunmakta hem de malvarlığı haklarının kullanımını sağlamak açısından yönetim haklarına da sahip olmaktadır. Pay sahipleri şirket içerisinde önemli bir yere sahiptir ancak çeşitli ülkelerin kurumsal yönetim düzenlemeleri incelendiğinde pay sahiplerinin sadece genel olarak bilgi alma, genel kurula etkin olarak katılma, eşit işleme tabi tutulması gibi belli başlı temel haklara sahip olduğu, hatta bazı düzenlemelerde pay sahiplerine yer verilmediği, sadece yönetim kurulunun yapısı, hesap verebilirliği ve sorumluluğu konularına yer verildiği görülmektedir. Ülkemiz açısından baktığımızda, pay sahiplerinin haklarını etkin bir biçimde kullanmadıkları, şirket yönetimi ile yeterli düzeyde iletişim içinde bulunmadıkları ayrıca pay sahiplerinin haklarına ilişkin düzenlemelerde eksiklikler olduğu görülmektedir. İlkeler hazırlanırken OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri ile en üst düzeyde uyum ve bu ilkeleri benimseyecek şirketlerin esas sözleşme ve iç düzenlemelerinde pay sahiplerinin haklarını geliştirecek ve koruma altına alacak hükümleri sağlayacak şekilde esaslar belirlenmiştir. İlkelerin bu bölümünde yer alan maddeler ile yapılan düzenlemeler, pay sahiplerinin bilgi alma hakkının kapsamının genişletilerek, daha etkin kullanılabilmesinin sağlanması amacıyla esas sözleşmeye hüküm konulmasının tavsiye edilmesi, böylece bilgi alma talebinin sadece ticari sır ve şirket menfaati gerekçe gösterilerek yönetim kurulu tarafından reddedilebilmesi, internet ortamında genel kurul toplantı gündeminin gösterilmesi, yönetim ile pay sahibinin sürekli iletişim durumunda olması, oy kullanma prosedürü ile ilgili bilginin önceden ilan edilmesi ve bunlara benzer konular ele alınması, önemli kararların sadece genel kurulda alınması yönünde düzenleme yapılması tavsiye edilerek genel kurulun etkinliğinin artırılmasının hedeflenmesi, oy hakkının daha etkin hale getirilmesi ve oy imtiyazının sınırlandırılmasına ilişkin prensiplere yer verilmesi, payın serbestçe dolaşımını engelleyen durumları giderici prensipler belirlenmesi, pay sahipliği ile ilgili kayıtların güvenli bir şekilde tutulması ve belirli aralıklarla güncellenmesinin

<sup>57</sup> Sermaye Piyasası Kurulu, **a.g.e.**, ss.1-40.



sağlanmasının tavsiye edilmesi şeklinde gerçekleşmiştir. Kurumsal yönetim ilkelerinin ana bölümlerinden olan pay sahipliğine ilişkin önemli maddeler, pay sahipliği haklarının kullanılmasında mevzuata, esas sözleşmeye ve diğer şirket içi düzenlemelere uyulması ve bu hakların kullanılmasını gerçekleştirecek önlemlerin alınması, pay sahipleri arasında bilgi alma ve inceleme hakkının kullanılmasında ayırım yapılmaması, pay sahiplerinin haklarını etkileyebilecek her türlü bilginin elektronik ortamda güncel olarak pay sahiplerinin kullanımına sunulması, pay sahiplerinin katılımını en üst düzeyde sağlayacak şekilde gerçekleştirilen genel kurul toplantısı için yapılan davetin içeriği ve zamanlaması pay sahiplerinin toplantı gündem maddeleri hakkında yeterince bilgilendirilmesini ve hazırlık yapmasını sağlayacak şekilde düzenlenmesi, genel kurul toplantısının gündeminde yer alan konuların tarafsız ve ayrıntılı bir şekilde, açık ve anlaşılabilir bir yöntemle aktarılması, pay sahiplerinin eşit şartlar altında düşüncelerini ifade etmesi ve soru sorma imkanının sağlanması, oy hakkının vazgeçilmez nitelikte olması, azınlık haklarının kullanılmasında gereken özenin gösterilmesi şeklinde özetlenebilir.

Pay sahipleri ile ilgili ilkeler ve Türkiye'deki durum tablo 5'de özetlenmiştir:

**Tablo 5: Pay Sahipleri İlkeleri ve Türkiye'deki Durum**

İLKELER	TÜRKİYE'DEKİ DURUM
<p><b>1.</b>Aynı tipten hissedarlara eşit muamele</p> <p><b>1.1.</b>Her tipte bütün hissedarlar aynı oy hakkına sahip olmalıdırlar. Oy hakkındaki her türlü değişiklik hissedarın oylamasına sunulmalıdır.</p> <p><b>1.2.</b>Genel hissedarlar toplantısının işlem ve usulleri, bütün hissedarların adil muamele görmelerini sağlamalıdır.</p>	<p><b>1.</b>Temelde önemli bir sorun yok.</p>
<p><b>2.</b>İçeriden bilgi ticareti ve benzeri manipülatif işlemler yapmak yasaklanmalıdır.</p>	<p><b>2.-</b>Büyük ortakların hisse senedi alış ve satışları ile bedelli sermaye artırımları için yeni normlar belirlenmeli,</p> <p>-Şirket ortaklarının ve yönetim kurulunun dışında şirkette çalışan yetkililere de işlemleri açıklama zorunluluğu getirilmelidir.</p>

**Tablo 5: Pay Sahipleri İlkeleri ve Türkiye'deki Durum (Devamı)**

3.Yönetim Kurulu üyeleri ve yöneticiler, maddi bir menfaat doğurucu veya şirketi etkileyen işlemlerini kamuya açıklamalıdır.	3.Uygulamada kontrol sorunu var.
	4.Şirketin çoğunluk hissedarları değiştiğinde küçük yatırımcılar için çok önemli olan çağrıda bulunma yükümlülüğü getirilmiştir.

**Kaynak:** Erhan Topaç, **Kurumsal Yönetim İlkelerinin Sermaye Piyasalarının Gelişmesindeki Önemi ve Türkiye Uygulamaları**, İMKB Sermaye Piyasalarında Kurumsal Yönetim İlkeleri Konferansı, İstanbul, 26 Nisan 2002, (Çevrimiçi) <https://www.gedik.com>, 12/09/2013.

- **Kamuyu Aydınlatma Ve Şeffaflık:** Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ilkesi, pay ve menfaat sahiplerine, şirketin hak ve yararlarını da ön planda tutarak, zamanında, doğru, eksiksiz, mümkün olan en basit kavram ve terimleri kullanarak ve belirsiz ifadelerden kaçınarak açık anlaşılabilir, analiz edilebilir, düşük maliyetle kolay erişilebilir bilgilerin ulaştırılmasını amaçlamaktadır. Teknik terim kullanılmasının gerekli olduğu yerlerde herkesin kolaylıkla anlayabileceği şekilde terimlerin açıklamaları ile birlikte verilmesi gerekmektedir. Kamuya açıklanan bilgilerin, şirketle ilgili tarafların sadece bir veya birkaçının bilgi alma ihtiyacını karşılayacak şekilde olmaması sağlanarak bilgiler tarafsız bir şekilde sunulmalıdır. Şirketler kendi aleyhlerine sonuçlar doğurabilecek bilgiler olsa dahi bunların açıklanmasında açık ve net olmalıdırlar. Kamuya açıklanan şirket bilgileri, şirketin rekabet gücünü engelleyerek zarara uğratabilecek sonuçlara neden olabilecek ticari sır kapsamında bilgiler olmamalıdır. Kamuya açıklanacak olan bilgiler belirli aralıklarla sunulan mali tablo ve raporların içinde yer alabileceği gibi, bunlardan ayrı bir rapor olarak da sunulabilir. Kurumsal yönetim ilkelerinin ana bölümlerinden olan kamuyu aydınlatma ve şeffaflığa ilişkin önemli maddeler, kamuya açıklanacak bilgilerin, zamanında, doğru, eksiksiz, anlaşılabilirliği, yorumlanabilirliği, düşük maliyetle kolay erişilebilirliği ve eşit bir biçimde kamunun kullanımına sunulması, şirketin finansal

durumunda veya faaliyetlerinde önemli bir değişiklik olması halinde veya yakın bir gelecekte önemli bir değişikliğin ortaya çıkmasının beklendiği durumlarda, ilgili düzenlemelerde yer alan hükümler saklı kalmak kaydıyla, kamuoyunun bilgilendirilmesi, kamuya yapılacak açıklamalarda yer alan geleceğe yönelik bilgilerin, tahminlerin dayandığı gerekçeler ve istatistiki veriler ile beraber açıklanması, şirketin pay sahipleri ile diğer menfaat sahiplerinin kararlarını etkileyebilecek her türlü önemli bilgiyi kamuya açıklaması, şirketin şeffaflığı ile çıkarlarının korunması arasındaki dengenin gözetilerek ticari sır niteliğindeki bilgilerin belirlenmesi şeklinde özetlenebilir.

- Menfaat Sahipleri: Menfaat sahibi, işletmenin hedeflerine ulaşmasında ve faaliyetlerinde ilgisi olan herhangi bir kimse, kurum veya çıkar grubudur. Bu kişi veya grupların işletme ile sözleşmeye dayalı olan ve sözleşmeye dayanmayan ilişkisi olabilmektedir. Şirketle ilgili menfaat sahipleri pay sahipleri ile birlikte çalışanları, alacaklıları, müşterileri, tedarikçileri, sendikaları, çeşitli sivil toplum kuruluşlarını, devleti ve hatta potansiyel tasarruf sahiplerini de içermektedir. Menfaat sahipleri şirketin iyi bir şekilde yönetilmesinden ve sermayenin korunmasından fayda elde ederler. Şirket faaliyetlerinin, dürüst, güvenilir ve kamuya açık olması da, menfaat sahiplerinin şirketin durumu hakkında bilgi sahibi olmalarını sağlar. Bu açıdan kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanması, menfaat sahipleri açısından önem taşımaktadır. Şirket, menfaat sahipleri ile olan işbirliğinin uzun dönemde yarar sağlayacağını göz önüne alarak, menfaat sahiplerinin mevzuat, karşılıklı anlaşma ve sözleşmelerle sağladıkları haklarına saygı duymalı ve bu hakları korumalıdır. Bu hakların korunması sırasında, şirket ve menfaat sahipleri arasında ve menfaat sahiplerinin kendi aralarında oluşabilecek çıkar çatışmaları en aza indirilebilmeli ve bu haklar birbirlerinden bağımsız olarak değerlendirilmelidir. Menfaat sahiplerine ilişkin önemli maddeler, şirketin kurumsal yönetim uygulamalarının, menfaat sahiplerinin mevzuat ve karşılıklı sözleşmelerle düzenlenen haklarını garanti altına alması, yönetim kurulu üyelerinin ve yöneticilerin menfaat sahiplerini zarara uğratmak kastıyla malvarlığının azalmasına neden olabilecek tasarruflarda bulunamaması, çalışanlar hakkında alınan kararların ve çalışanları ilgilendiren gelişmelerin çalışanlara ve temsilcilerine bildirilmesi, çalışanlar için güvenli çalışma ortam ve koşullarının sağlanması ve bu ortam ve koşulların sürekli olarak gözden geçirilerek iyileştirilmesi, müşteri ve tedarikçilerle ilgili ticari sır kapsamındaki bilgilerin gizliliğine özen gösterilmesi şeklinde özetlenebilir.

Menfaat Sahipleri ile ilgili ilkeler ve Türkiye'deki durum Tablo 6'da özetlenmiştir:

**Tablo 6: Menfaat Sahipleri İlkeleri Ve Türkiye'deki Durum**

İLKELER	TÜRKİYE'DEKİ DURUM
1.Kurumsal Yönetim çalışanların yasal haklarını teminat altına alıcı şekilde dizayn edilmelidir.	-Çalışanları şirkette hisse sahibi olmalarının teşvik edilmesi amacıyla gerekli düzenlemelerin yapılması yararlı olacaktır. Bu konuda özellikle gelişmiş ülkelerde başarı ile uygulanan opsiyon piyasalarına dayalı hisse edindirme programlarının yasal çerçevelerinin oluşturulması şirketlerin daha başarılı yönetilmesini ve sermaye piyasalarının gelişmesini otomatikman sağlayacaktır.
2.Kurumsal Yönetim doğrudan çıkar sahiplerinin katılımı açısından performans geliştirici mekanizmalara izin verilmelidir.	-Çalışanların yönetime ve denetime katılması ile diğer konularda sermaye piyasalarında önemli bir düzenleme bulunmamaktadır.
3.Çalışanların haklarının yasal koruma altına alındığı durumlarda, çalışanlar haklarını müdahalelere karşı korumak imkanına sahip olmalıdırlar.	
4.Çıkar sahipleri şirket yönetim sürecine Katılmaları halinde gerekli bilgilere erişebilmelidirler.	

**Kaynak:** Erhan Topaç, **Kurumsal Yönetim İlkelerinin Sermaye Piyasalarının Gelişmesindeki Önemi ve Türkiye Uygulamaları**, İMKB Sermaye Piyasalarında Kurumsal Yönetim İlkeleri Konferansı, İstanbul, 26 Nisan 2002, (Çevrimiçi) <https://www.gedik.com>, 12/09/2013.

- **Yönetim Kurulu:** Yönetim kurulu, bir şirketin stratejik karar alma, temsil ve en üst düzey yürütme organıdır ve genel kurulda pay sahiplerinin kendisine vermiş olduğu yetkiyi kullanarak, mevzuat, esas sözleşme, şirket içi düzenlemeler ve politikalar ile yetki ve sorumluluklarını kullanır ve şirketi temsil eder. Yönetim kurulu, şirketin piyasa değerinin mümkün olan en üst seviyeye çıkarılmasını gözeterek kararlarını alır ve uygular. Yönetim kurulu üyeleri, şirketin çıkarları ile pay ve menfaat sahipleri arasındaki dengeyi sağlayarak rasyonel şekilde ve iyi niyet kuralları çerçevesinde görevlerini yerine getirir. Yönetim kurulu, etkinliği en üst düzeyde olacak, karar alma, yürütme ve temsil görevlerini bağımsız bir şekilde yerine getirmesini sağlayacak şekilde oluşturulur. Şirketin misyonu ve vizyonu

çerçevesinde bir şirketin belirlenmiş hedeflere ulaşmasında esas sorumlu olan kişiler yönetim kurulu ve yöneticilerdir. Yönetim kurulu üyeleri ve yöneticiler, görevlerini gerektiği gibi yerine getirmeyerek neden olduğu şirket ve pay sahipleri zararlarını, şirket ve pay sahiplerine ödemelidirler. Yönetim kurulunda yer alan bağımsız üyeler, şirketin, pay ve menfaat sahiplerinin çıkarlarını her şeyin üzerinde tutabilme ve tarafsız bir şekilde karar verebilme özelliklerine sahip olmalıdırlar. Kurumsal yönetimin doğru ve tarafsız uygulanmalarının en önemli unsurlarından biriside bağımsız üyelerin yönetim kurulunun büyük bir çoğunluğunu oluşturmasıdır. Yönetim kurulunun çalışmalarını daha sağlıklı yürütebilmesini ve profesyonel bir şekilde çalışmasını ve böylece şirketin kurumsal yönetim ilkelerine uygun bir şekilde yürütülmesini sağlayacak komiteler oluşturulabilir. Yönetim kuruluna ilişkin önemli maddeler, yönetim kurulunun şirketin misyonunu ve vizyonunu belirlemesi ve kamuya açıklaması, yönetim kurulunun sürekli ve etkin bir şekilde uluslararası standartlara uyum sağlayarak şirketin hedeflerine ulaşma derecesini, faaliyetlerini ve geçmiş performansını gözden geçirmesi ve gerektiği durumlarda gecikmeden ve sorun ortaya çıkmadan önce önlem alması, yönetim kurulunun faaliyetlerini şeffaf, hesap verebilir ve sorumlu bir şekilde yürütmesi, yönetim kurulu üyelerinin her türlü bilgiye zamanında ulaşmalarının sağlanması, yönetim kurulu üyelerinin şirket ile ilgili ticari sır niteliğindeki bilgileri kamuya açıklayamaması, yönetim kurulunun periyodik mali tabloların ve yıllık faaliyet raporlarının mevcut mevzuat ve uluslararası muhasebe standartlarına uygun olarak hazırlanmasından, sunulmasından ve gerçeğe uygunluğu ile doğruluğundan sorumlu olması, yöneticilerin görevlerini adil, şeffaf, hesap verebilir ve sorumlu bir şekilde yürütebilmesi, görevlerini yerine getirirken mevzuata, esas sözleşmeye, şirket içi düzenlemelere ve politikalara uymaları; yapılan işlerin bunlara uygunluğu ile ilgili olarak her ay yönetim kuruluna rapor vermeleri şeklinde özetlenebilir.

Yönetim Kurulu ile ilgili ilkeler ve Türkiye'deki durum Tablo 7'de özetlenmiştir:

**Tablo 7: Yönetim Kurulu İlkeleri ve Türkiye'deki Durum**

<b>İLKELER</b>	<b>TÜRKİYE'DEKİ DURUM</b>
1.Yönetim Kurulu bütün hissedarlara adilane davranmalıdır.	1.Türkiye'deki halka açık şirketlerin yönetim kurulu üyelerinin çok etkin olmadığı, genellikle aynı şirketler grubundan atandığı, mali hakların performansa dayalı sağlanmadığı görülmektedir.
2.İdareden bağımsız olarak şirket işlerinde objektif muhakeme yürütebilme yeteneğine sahip olmalı ve bağımsız muhakeme yürütülebilecek yeterli sayıda kurul üyesi ataması yapılmalıdır.	2.Bağımsız yönetim kurulu üyeleri yok denecek kadar az
3.Kurul üyeleri sorumluluklarını yerine getirebilmeleri için yeterli zamanı ayırarak, doğru, gerekli ve geçerli bilgiye zamanında erişebilmelidir.	3.Halka açık şirketlerde iç denetim birimi çoğunlukla oluşturulmamıştır. (Aracı kuruluşlarda mecburi)
4.Şirket stratejilerini, risk politikalarını, yıllık bütçeleri ve faaliyet planlarını izlemek ve rehberlik etmek, performansının ve faaliyetlerinin yerine getirilmesini gözetlemek, şirket önemli harcamalarını, satın almaları ve satışları idare etmek vb.	4.Sermaye piyasalarına ilişkin davaların genel mekanizma içinde yıllarca sürmekte oluşu iç ve dış yatırımcıların bu piyasaya olan güvenlerini sarsmaktadır
5.Azınlık durumundaki yatırımcılara güvenilir makul gerekçelere dayalı olarak yönetim ve denetim kurullarına dava açma mekanizması sağlanmalıdır.	

**Kaynak:** Erhan Topaç, **Kurumsal Yönetim İlkelerinin Sermaye Piyasalarının Gelişmesindeki Önemi ve Türkiye Uygulamaları**, İMKB Sermaye Piyasalarında Kurumsal Yönetim İlkeleri Konferansı, İstanbul, 26 Nisan 2002, (Çevrimiçi) <https://www.gedik.com>, 12/09/2013.

## 2.4. TÜSİAD KURUMSAL YÖNETİMİN EN İYİ UYGULAMA KODU: YÖNETİM KURULUNUN YAPISI VE İŞLEYİŞİ

TÜSİAD, dünya piyasalarında rekabet koşullarının oluşturulması açısından özel sektör şirketlerinin şeffaflık, hesap verebilirlik, adillik ve sorumluluk ilkeleri etrafında yapılanmalarının önemini ortaya koymak amacıyla, TÜSİAD Şirket İşleri Komisyonu altında faaliyette bulunan Kurumsal Yönetim Çalışma Grubu'nda dünyanın hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerindeki kurumsal yönetim kodlarının incelendiği şirketlerdeki uygulamaların ve TTK'nin yürürlükteki hükümlerin gözden geçirildiği bir çalışma başlatmıştır. Tüm bu araştırmaların sonucunda Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi başlıklı bir şirkette kurumsal yönetimin hem yerleşmesi hem de iyi uygulanması için büyük sorumluluğa sahip olan yönetim kurullarının oluşumu, bağımsızlığı, gündemleri gibi konular üzerinde durulduğu bir çalışma hazırlanmıştır. Bunlar kısaca şu şekildedir:<sup>58</sup>

- Yönetim Kurulu ve Sorumlulukları: Yönetim kurulu bir şirketin en önemli stratejik karar alma, temsil ve yürütme organıdır. Yönetim kurulu hissedarlarına sürekli kazanç sağlamak amacıyla üst düzey karar alma, yürütme ve temsil eden pozisyonunda şirketi aktif bir şekilde yönlendirerek şirketi idare ve temsil eder. Yönetim kurulu aynı zamanda şirketin müşterilerine, çalışanlarına, tedarikçilerine ve toplumdaki diğer çıkar sahiplerine karşı da sorumludur.

- Yönetim Kurulu Üyeliği Kriterleri: Yönetim kuruluna aday olan üyelere aranan özellikler şu şekildedir:

- Bilanço, kar zarar, nakit akışı gibi temel finansal tabloları anlama ve analiz etme becerisine sahip olmak,
- Şirketin günlük ve uzun vadeli işlemlerinde ve tasarruflarında uyması gereken hukuki düzenlemeler ile ilgili temel bilgiye sahip olmak,
- İlgili bütçe yılı içinde yönetim kurulu tarafından gerçekleştirilen toplantıların en az %75'ine katılma olanağı ve kararlığına sahip olmak,
- Yönetim kuruluna farklı bilgi ve görüş katabilme potansiyeline sahip olmak.

- Yönetim Kurulu Üyelik Yapısı: Bir şirkette kurumsal yönetimin doğru ve tarafsız uygulamaları sağlayabilmesi açısından yönetim kurulu üyelerinin

---

<sup>58</sup> TÜSİAD, a.g.e., ss.1-39.

çoğunluğunu bağımsız üyelerin oluşturması, bu üyelerin şirketin çıkarlarını her şeyin üzerinde tutabilme ve kararlarda tarafsız olabilme olanağına sahip olmalarından dolayı son derece önemlidir. Aşağıda yer alan kriterlere sahip olan yönetim kurulu üyesi bağımsız üye olarak nitelendirilir:

- Şirkette sadece yönetim kurulu üyeliğinin olması ve yönetim kurulu üyesi olmasından dolayı ödüle hak kazanmışsa kazandığı hissedarlığın %5'i geçmemesi,
- Şirketin bağlı bulunduğu herhangi bir kuruluş, kardeş firma veya sahip olduğu firmalardan birinde son iki yılda çalışmamış olması,
- Şirkete büyük ölçüde hizmet ve ürün sağlayan firmaların birisinde çalışmıyor olması,
- Eşi veya birinci dereceden akrabalarından hiçbirisinin şirkette yönetici, toplam sermayenin %5'inden fazlasını elinde bulunduran önemli hissedar veya herhangi bir önemli pozisyonda bulunmaması,
- Şirketten yönetim kurulu üyeliği karşılığında elde ettiği ücret dışında başka herhangi bir gelir elde etmemesi.

Yönetim Kurulu ve icra arasında dengenin sağlanabilmesi, hesap verme sorumluluğunun yükseltilmesi ve yaşanabilecek çıkar çatışmalarının önlenmesi açısından yönetim kurulunun icrada bulunan tek üyesinin CEO olması ve diğer tüm üyelerinin icrada görev almamasının sağlanması gerekmektedir.

**Tablo 8: Yönetim Kurulu Üye Yapısı**

	İcrada Görevli	İcrada Görevli Değil
Bağımsız	—————	Kurum ile yönetim kurulu üyeliği dışında hiçbir ilişkisi olmayan üyeler
Bağımsız Değil	İcra Başkanı	-Aile üyeleri -Mal ve Hizmet sağlayıcılar -Grup şirketlerinden birinde görevli profesyonel yöneticiler



**Tablo 8: Yönetim Kurulu Üye Yapısı (Devamı)**

		-Grupta son iki yıl içerisinde çalışmış yöneticiler
		-Grupta son iki yıl içerisinde çalışmış yöneticiler

**Kaynak:** TÜSİAD, **Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi**, Yayın No.TÜSİAD-T/2002-12/336, İstanbul, Aralık 2002, s.18.

- Yeni Yönetim Kurulu Üyelerinin Seçimi, Davet ve İntibakı: Yönetim kurulu üyeleri, her hissedarın bilgi alabileceği ve değişik hissedarların görüşlerini yansıtabilecek şekilde yönetim kurulu altında oluşturulmuş olan kurumsal yönetim komitesinin sorumluluğunda genel kurulda seçilir. Kurumsal yönetim komitesi tarafından sunulan adaylar yönetim kurulunda tartışılır ve açık oylama yapılır ve yönetim kurulu tarafından hissedarların gösterdiği adaylar da göz önünde bulundurularak kabul edilen adaylar genel kurulda onaya sunulur. Yönetim kurulu üyeleri atandıktan sonra kurumsal yönetim komitesi çabuk ve verimli bir şekilde, şirketin stratejik hedeflerini, güncel durum ve sorunlarını, geçmiş ve tahmini finansal performans göstergelerini, üst düzey müdürlerin özgeçmişlerini ve gösterdikleri performansların değerlendirmelerini, şirketin ana mal varlıklarına yapılan ziyaretleri ve üst düzey yöneticilerle tanıştırmaları içeren ayrıntılı bir intibak programına başlar.

- Yönetim Kurulu Başkanı ve CEO'nun Görevlerinin Ayrılması: Uluslararası yönetim sistemleri anlamında "chief executive officer" olarak anılan ve şirketin ana sözleşmesinde belirtilen uygulamada üst düzeyde sorumlu olan CEO, yönetim kuruluna bağlıdır ve şirketin faaliyetleri ile ilgili olarak yönetim kuruluna hesap verir. CEO'nun bulunmadığı durumlarda aynı görev genel müdür tarafından yerine getirilir. Şirketin ve bireylerin performanslarının objektif bir şekilde değerlendirilmesi, yaşanacak çıkar çatışmalarının önlenmesi ve şirketin ihtiyaç duyduğu bağımsız görüşün sağlanabilmesi için yönetim kurulu başkanı ve CEO mutlaka ayrı kişiler olmak zorundadır.

- Yönetim Kurulu Başkanının Rolü: Yönetim kurulu başkanı, diğer yönetim kurulu üyeleri ile aynı olan yerine getirmesi gereken görevlerinden başka, CEO ile yönetim kurulu toplantılarının gündemini oluşturma, kurumsal yönetim komitesi ile

birlikte yönetim kurulunun işleyişini gözden geçirme ve iyileştirici önlemler alma, yönetim kurulunun CEO'ya ilişkin yaptığı yıl sonu performans değerlendirmesi, sonuç ve ücretlendirmesini CEO'ya bildirme görevleri de vardır.

- Yönetim Kurulunun Üye Sayısı ve Karar Alma Mekanizması: Yönetim kurulu üye sayısı şirketin ihtiyaçlarına göre kurumsal yönetim komitesi tarafından belirlenir. Belirlenen ana sözleşme değişikliği yönetim kurulunun onayına sunulur ve yönetim kurulu değişikliği uygun görürse değişiklik genel kurulda hissedarların onayına sunulur. Yönetim kurulunun karar aldığı toplantıdaki üye sayısı toplam üye sayısının dörtte üçü kadar olmalıdır ve kararlar toplantıya katılan üye sayısının çoğunluğu ile alınır.

- Yönetim Kurulunun Görev Süreleri ve Toplantıları: Yönetim kurulunun görev süresi 2 yıl olarak belirlenmeli ve yönetim kurulu yılda en az altı kere düzenli aralıklarla toplanmalıdır. Yönetim kurulunun etkin ve verimli bir şekilde çalıştırılmaları için yönetim kurulu sekreteri, yönetim kurulu toplantı tutanakları, yönetim kurulu bütçesi, yönetim kurulu yıllık toplantı gündemi, yönetim kurulu toplantısı için gerekli evraklar, yönetim kurulu üyelerinin şirket ile iletişimi şeklinde destek mekanizmaları oluşturulmalıdır:

- Yeniden Seçilme ve Emeklilik: Yönetim kurulu, her yıl tüm yönetim kurulu üyelerini performans değerlendirmesine tabi tutar. İki yıllık görev süresini dolduran yönetim kurulu üyeleri yeniden üye seçilmek için aday olabilir. Uluslararası standartlara uygun olarak yönetim kurulu üyelerinin olağan emeklilik yaşı 65'tir. Fakat, performans ve katkıları yönetim kurulu tarafından değerlendirilen, şirkete uzun dönemli katkı sağlayabilecek kurucu üye gibi bazı özel durumdaki üyeler 65 yaşını doldurduktan sonra da görevlerine devam edebilir.

- Yönetim Kurulu Üyelerinin Ödüllendirilmesi: Yönetim kurulu üyelerinin ödüllendirilmesi ücrete, prime ve üyenin şirketin performansına ve başarısına sağladığı katkıya paralel olarak ödüllendirilmesi şeklindedir.

- Yönetim Kurulu Tarafından CEO'nun Performansının Değerlendirilmesi: Yönetim kurulu her yıl şirketin ve buna bağlı olarak CEO'nun performans hedeflerini belirler ve yıl sonunda, belirlenen finansal ve diğer hedefler doğrultusunda CEO'nun performansını değerlendirerek bu performansa paralel olarak ücretlendirme yapar.

- Yönetim Kurulunun Hissedarlar, Yatırımcılar, Basın ve Müşterilerle İlişkileri: Her şirket açık ve şeffaf bir bilgilendirme sistemine sahip olmalı ve farklı çıkar sahipleri için bilgilerin ulaşılabilirliği bakımından uygun iletişim mekanizmaları

kurmalıdır. Şirket hakkında yeterli, doğru ve açıklanabilir bilgilerin kurumsal yönetimin gereği olarak zamanında hiçbir ayırım yapılmadan hissedarlar arasında açıklanması ve aynı anda dağıtılması sağlanmalıdır Borsaya kote olan tüm şirketler, internette kolaylıkla bulunan, şirketin en az son üç yıllık zaman içerisindeki basın açıklamaları, ara raporları ve yıllık faaliyet raporlarını içeren bir web sayfasına sahip olmalıdır. Hissedarlar, genel kurul toplantıları hakkında yaygın olarak kullandıkları geleneksel bilgi yayma kanallarının yanında web sayfası veya e-posta yoluyla da bilgilendirilmelidir. Her şirket, birer “Yatırımcı İlişkileri” ve “Basın İlişkileri” birimine sahip olmalı, bu birimleri oluşturamadıkları durumlarda birer kişiyi bu konularda görevlendirmelidir.

- Yönetim Kurulunda Oluşturulan Komitelerin Sayı, Yapı ve Bağımsızlığı: Yönetim kurulunun iyi çalışması için gerekli olan komitelerin sayısı şirketin içinde bulunduğu durum ve gereksinimlere göre şirketten şirkete farklılık gösterebilir. Fakat, kurumsal yönetim kapsamında hemen her ülkede kabul edilen üç tane komite vardır. Bu komiteler, şirket performansı ile ilgili her türlü iç ve dış denetimin yeterli ve şeffaf bir şekilde yapılmasını sağlayan denetleme komitesi, yönetim kurulunun işleyişinin denetiminin yapılmasını sağlayan, yönetim kuruluna uygun adayların seçilmesini, değerlendirilmesini, ödüllendirilmesini sağlayan kurumsal yönetim komitesi ve başta CEO olmak üzere üst düzey yöneticilerin ücret, prim gibi konularda ödüllendirilmesi ve CEO'nun performansının değerlendirilmesi konularında çalışmalar yapan üst düzey yönetim eğitim, kariyer ve ödüllendirme komitesidir.

## **2.5. KURUMSAL YÖNETİM KONUSUNDA TÜRKİYE'DE YAPILMIŞ BAŞLICA ARAŞTIRMALAR**

Türkiye'de SPK tarafından hisse senetleri Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlere yönelik olarak Kurumsal Yönetim Uygulama Anketi, Boston Consulting Group ve TKYD işbirliğinde Türkiye'deki kurumsal yönetim uygulamalarını ve bunları etkileyen alt yapı koşullarını uyumluluk ve performans başlıkları altında geniş bir açıdan değerlendiren Türkiye Kurumsal Yönetim Haritası Araştırmaları, Borsa İstanbul 100 (BIST 100) şirketlerinin kurumsal yönetim anlayışını belirlemeye yönelik belli başlı araştırmalar yapılmıştır.

### 2.5.1. Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) “Kurumsal Yönetim Uygulama Anketi” Sonuçları

Hisse senetleri Borsa İstanbul’da işlem gören şirketlere, kurumsal yönetim ilkelerinden haberdar olmalarını sağlamak ve kurumsal yönetim ilkelerini ne kadar uygulayabildiklerini anlayabilmek amacıyla Kurumsal Yönetim Uygulama Anketi yapılmıştır. Hisse senetleri Borsa İstanbul’da işlem gören 303 şirkete 26.07.2004 tarihinde e-mail yoluyla yapılan ankete 249 şirket cevap vermiştir, 248’nin verdiği cevap değerlendirilmiştir. Anket sonuçları değerlendirildiğinde aşağıdaki sonuçlara ulaşılmaktadır: <sup>59</sup>

- Pay Sahipleri İle İlgili Elde Edilen Bulgular: “Pay sahipleri ile ilişkiler birimi” ni şirketlerin %50’si, BIST 30 Endeksi’ne (BIST 30) dahil olan şirketlerin ise %81’i oluşturmaktadır. Şirketlerin %23’ünün, BIST 30 Endeksi’ne dahil olan şirketlerin ise %27’sinin esas sözleşmede pay devrine çeşitli şartlar getirdikleri görülmektedir. Şirketlerin %25’i, BIST 30 Endeksi’ne dahil olan şirketlerin ise %61’i kamuya açıklanmış kar dağıtım politikasına sahiptir. Şirketlerde yaygın olan imtiyaz şeklinin yönetim kurulu üyeliğine aday gösterme imtiyazı %42, oy hakkında imtiyazı %21 ve denetim kuruluna aday gösterme imtiyazı %18 iken BIST 30 Endeksi’nde işlem gören şirketlerle diğer şirketler arasında büyük farklılıklar bulunmamakta fakat yönetim kurulu üyeliğine aday gösterme imtiyaz oranı %19 dur.

- Kamuyu Aydınlatma Esasları İle İlgili Elde Edilen Bulgular: Şirketlerin %77’si yönetim kurulunun hazırladığı ve genel kurulda pay sahiplerinin onayına sunulan Bilgilendirme Politikası’na sahip değildir. Şirketlerin %31’i, BIST 30 şirketlerinin ise %42’si kurumsal yönetim ilkelerine ne derece uydukları konusunda hazırladıkları faaliyet raporlarıyla bilgi vermektedirler. Şirketlerin %84’ü kendilerine ait internet sitelerine sahiptirler. Şirketlerin %36’sı dolaylı ortaklıktan arındırılmış gerçek kişi nihai ortaklarını kamuya açıklamaktadırlar. Şirketlerin %71’i üst düzey yöneticiler ve önemli ortakların hisse senetleri ile yapmış oldukları işlemleri kamuya açıklarken, şirketlerin %68’i ise grup içi ticari-ticari olmayan ilişkileri kamuya açıklamaktadır. BIST 30 Endeksi’nde işlem gören şirketlerin faaliyet raporlarında daha fazla bilgi verilmesine karşılık birçok şirketin faaliyet raporlarında, genel olarak verilmesi gereken bilgilerin yarısından daha azı yer almaktadır

<sup>59</sup> Sermaye Piyasası Kurulu, **Kurumsal Yönetim Uygulama Anketi Sonuçları**, İstanbul, Kasım 2004, ss.1-60.

- Menfaat Sahipleri İle İlgili Elde Edilen Bulgular: Şirketlerin yaklaşık yarısı şirketlerdeki menfaat sahiplerinin haklarının korunması için iyi düzeyde çalışanlar, müşteriler, pay sahipleri ve alacaklılar hakkında politikalar belirlemektedir. Şirketlerin %56'sı çalışanlarının şirket yönetimine katılımını destekleyici mekanizmalar oluştururken bu oran BIST 30 Endeksi kapsamında işlem gören şirketlerde %57'dir. Şirketlerin %82'si çalışanlarının bilgi ve becerilerini artırmalarına yönelik eğitim planları ve politikaları oluşturulmasına büyük önem verirken BIST 30 Endeksi kapsamındaki tüm şirketler bu plan ve politikalara büyük önem vermektedirler. Şirketlerin %23'ünün sosyal sorumluluk konusunda kamuya açıklanmış politikalarının olmaması, sosyal sorumluluk kavramının bilincine ulaşamadıklarını göstermektedir. Hisse senetleri Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlerin yarısı, BIST 30 Endeksi'nde işlem gören şirketlerin %69'u yönetim kurulu tarafından kamuya açıklanmış misyon/vizyona sahiptir. Tüm şirketlerin %52'si, BIST 30 şirketlerinin ise %69'u yönetim kurulu tarafından oluşturulan risk yönetim ve iç kontrol mekanizmasına sahiptir. Şirketlerin %56'sı şirket ve çalışanları için etik kurallar oluştururken bu oran BIST 30 şirketlerinde %65'e çıkmaktadır. Şirketlerin %11'i bu kuralları açıklarken, BIST 30 şirketlerinde bu oran %19'dur. Şirketlerin %50'si yöneticilerine şirket ile rekabet etme yasağı koymuştur. Şirketlerin %15'i bilgi, beceri, tecrübe ve eğitim bakımından yönetim kurulu üyelerinde bulunması gereken özelliklere esas sözleşmelerinde yer vermektedir. Şirketlerin %9'u kurumsal yönetim komitesinin faaliyetlerini yerine getirirken takip edeceği prosedüre sahipken bu oran BIST 30 şirketlerinde %23'e çıkmaktadır.

### **2.5.2. Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği (TKYD), Türkiye Kurumsal Yönetim Haritası Araştırmaları**

Boston Consulting Group ve Kurumsal Yönetim Derneği işbirliğinde gerçekleştirilen Türkiye'nin Kurumsal Yönetim Haritası Araştırması, ülkemizdeki kurumsal yönetim uygulamalarına ilişkin durumu tespit etmeyi, bu uygulamaları etkileyen çevresel koşulları, altyapı koşullarını uyumluluk ve performans başlıkları altında geniş bir açıdan değerlendirmeyi, Kurumsal Yönetim İlkeleri'nin şirketlerimizin uzun vadeli performansı üzerindeki olası etkilerini ortaya çıkarmayı amaçlamaktadır. Anket sonuçları Türk şirketlerinin kurumsal yönetim ilkelerine uyum

konusunda büyük bir çaba göstermesine rağmen geliştirilmesi gereken birçok uygulama olduğunu göstermektedir. Yönetim kurullarının şirket performansına önemli ölçüde değer sağladığı ancak bu süreçle ilgili yapısal bir planlama yapılmadığı görülmektedir. Uyumluluk ve performans başlıklı anket formlarının toplam 1000 firmaya gönderildiği ve 123 kişinin katılımının sağlanarak %12,3 oranında geri dönüşün yapıldığı araştırma süreci Eylül 2004 ve Şubat 2005 tarihleri arasında 6 aylık bir dönemde tamamlanmıştır, araştırmaya katılan şirketlerin %48'i Borsa İstanbul'da işlem görmektedir. Araştırma neticesinde elde edilen bulgular aşağıdaki şekildedir:<sup>60</sup>

- Uyumluluk Konusuna Ait Önemli Bulgular: Şirketlerin genel olarak Kurumsal Yönetim İlkeleri konusunda bilgi sahibi oldukları fakat bu ilkelerin hayata geçirilmesi konusunda yeterli bilgi sahibi olmadıkları belirlenmiştir. Ana hissedarlar için temel hissedar hakları korunmakta, azınlık hissedarların hakları ise oldukça sınırlı düzeydedir. Şirketlerin daha fazla başarı göstermesinde paydaşların memnuniyeti önemli bir role sahiptir, ancak paydaş haklarına yeteri kadar önem verilmediği görülmektedir. Kayıt dışı ekonomiden kaynaklandığı düşünülen kamuoyunu bilgilendirme konusunda büyük eksikliklerin bulunduğu ve bu eksiklerin giderilebilmesi için belirli düzeyde şeffaflığın yasal olarak tüm şirketlerde uygulanmasının zorunlu tutulması görüşü ortaya çıkmaktadır. Hukuk, finans gibi uzmanlık gerektiren ve yönetim kurulunun genel işleyişini ilgilendiren konularda yönetim kurulu alt komitelerin önemli katkıları olduğu düşünülmekle beraber komite uygulamasının yaygın olmadığı görülmektedir. Anket formunun sonuçları Türkiye'de şeffaflığın sınırlı düzeyde olduğunu göstermektedir. Ankete katılanlar şeffaflığa önem verilmediği durumda kurumsal yönetim alanında gelişmelerin mümkün olmadığını ifade etmiştir. Anket formunu cevaplayanların %90'ı, Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanmasında "uygula ya da açıkla" yaklaşımından yararlanmaları gerektiğini savunmuştur.

- Performans Bölümüne Ait Önemli Bulgular: Yönetim kurulu yetkin gözükmeyle beraber üyelerin belirlenmesinde, seçilmesinde uygulanan yazılı kriterlerin bulunmadığı sonucuna ulaşılmıştır. Ankete katılanlar ana hissedarların tutumlarına göre şekillenen yönetim kurulu işlev ve yapılarının yeterli düzeyde olduğunu ve şirkete önemli katkıda bulunduğunu ifade etmişlerdir. Stratejik karar

---

<sup>60</sup> The Boston Consulting Group, **Türkiye Kurumsal Yönetim Haritası**, Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği Yayınları, İstanbul, 2005, ss.1-37.

alma, bu kararların yürütülmesine öncülük etme yönetim kurulunun öncelikli görevleri olarak belirlenmiştir. Ankete katılanlar, “bağımsız yönetim kurulu üyeliğinin” yeni gelişmekte olan bir eğilim olduğunu ifade etmekte ve bağımsız üyelerin kişiye bağlı performanslarının değerlendirildiğini savunmaktadırlar. Yönetim kurullarının genel olarak yapıcı oldukları ve genel müdürle aralarında uyumlu bir ilişkinin olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Ana hissedarlar tarafından oluşturulan yönetim kurulları başarılı bir performansa ve tepe yönetim üzerinde önemli bir güce sahiptirler.

### **2.5.3. Borsa İstanbul 100 Şirketlerinin Kurumsal Yönetim Anlayışını Belirlemeye Yönelik Araştırma Sonuçları**

Bu araştırmada, BIST 100 Endeksi’nde hisse senetleri işlem gören şirketlerin üst yönetimlerinin, işletme içinde ve işletme dışında yer alan çıkar gruplarının talep ve beklentilerine olan bakış açısı ile yönetimlerin, çıkar gruplarının talep ve beklentilerine karşı oluşturdukları politika ve stratejiler belirlenmeye çalışılmış ve Borsa İstanbul’a kote olmuş halka açık şirketlerin, müşteriler, tedarikçiler, sendikalar, rakip firmalar, devlet, sivil toplum örgütleri, çalışanlar ve işletme ortaklarını nasıl tanımladıklarının ve söz konusu gruplara karşı nasıl davrandıklarının belirlenmesi amaçlanmıştır. Bu araştırma ile, BIST 100 şirketlerinin faaliyet süresi, faaliyet alanı, halka açıklık oranı, Borsa İstanbul’da işlem görme süresi, çalışan sayısı ve piyasa değeri ile bu şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarına başvurmaları arasındaki ilişkiler analiz edilmiştir. BIST 100 Endeksi’ne dahil olan 100 şirket arasından %59 oranında geri dönüş gerçekleşmiştir. Araştırmadan elde edilen sonuçlar şu şekildedir:<sup>61</sup>

- İşletmeler açısından işletme çalışanları, genel müdürlük, mevcut müşteriler, yönetim kurulları ve büyük hisseye sahip işletme ortakları en önemli paydaş gruplar olarak algılanmaktadır.

- Şirket paydaşlarına yönelik kurumsal yönetim uygulamalarında, çalışanlara yönelik kariyer planlaması, çalışma ortamının ve çalışma koşullarının geliştirilmesi gibi uygulamalara büyük önem verilmekte fakat kar dağıtımı, hisse senedi edindirme gibi özel nitelikli düzenlemelere daha az başvurulmaktadır.

---

<sup>61</sup> Tuzcu, a.g.e., ss.99-160.

- Hissedarların ihtiyaç duydukları bilgilerin pay sahipleri için yapılan kanuni düzenlemelerle karşılandığı görülmektedir.
- Yönetim kurulu üyelerinin, kurul üyeliği haricinde, genel müdürlük, grup şirketlerinde görev alma gibi başka faaliyetlerle de uğraştığı görülmektedir.
- Şirketlerin müşteriyle iletişim kurma ve müşteri şikayetleri konularına büyük önem verdikleri ve bu konuların sürekli gözden geçirilerek iyileştirilmesinde çok dikkatli davrandıkları gözlemlenmektedir.
- İş ahlakına yönelik oluşturulan kuralların kamuoyuna açıklanması ve bu kuralların uygulanıp uygulanmadığının denetlenmesine yönelik uygulamalar sınırlı kalmıştır.
- Şirketlerin sosyal sorumluluk düşüncesine büyük önem verdikleri fakat bu önemin uygulamalara yeterli düzeyde yansımadağı görülmektedir.
- Şirketlerin kurumsal yönetim performanslarının sektörlere göre farklılık göstermediğı gözlemlenmiştir.
- Şirketlerin kurumsal yönetim performansı ile faaliyet süreleri, halka açıklık oranları, Borsa İstanbul'da işlem görme süreleri, çalışan sayıları ve piyasa değerleri arasında anlamlı bir ilişkinin olmadığı gözlemlenmiştir.
- Şirketlerde kurumsal yönetim anlayışında, çalışanlar, yönetim kurulu genel müdürlük gibi işletme içi paydaş gruplara büyük önem verilirken işletme dışındaki paydaş gruplarda ise hissedarlara ve müşterilere büyük önem verildiğı görülmektedir.

**Tablo 9: Türkiye'de Kurumsal Yönetim İlkeleri Uygulamalarının Mevcut Durumu**

2002 Aralık	TÜSİAD tarafından "Kurumsal Yönetim: En İyi Uygulama Kodu" nun yayımlanması
2003 Temmuz	SPK tarafından "Kurumsal Yönetim İlkeleri" nin yayımlanması
2003 Aralık	SPK tarafından Seri: VIII, No:40 Sayılı "Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliğı" nin yayımlanması



**Tablo 9: Türkiye’de Kurumsal Yönetim İlkeleri Uygulamalarının Mevcut Durumu (Devamı)**

2004 Kasım	SPKr tarafından Borsa İstanbul’da işlem gören şirketlerdeki kurumsal yönetim uygulamalarını inceleyen araştırma sonuçlarının yayımlanması
2004 Aralık	SPKr tarafından Borsa İstanbul’da işlem gören şirketlerin kurumsal yönetim uyum raporlarının faaliyet raporları içerisinde yer almasının ve internet sitelerinde uyum raporlarını içeren bir yatırımcı ilişkileri bölümü açılmasının zorunlu hale getirilmesi
2005 Şubat	Borsa İstanbul tarafından BIST Kurumsal Yönetim Endeksi ile ilgili kuralların belirlenmesi
2005 Şubat	SPK tarafından “Kurumsal Yönetim İlkeleri”nin düzeltme ve eklemeler ile tekrar yayımlanması
2005 Kasım	Yeni TTK Tasarısı’nın Türkiye Büyük Millet Meclisi (TBMM) Başkanlığı’na sunulması
2005 Kasım	Kurumsal yönetim ile ilgili düzenlemeleri de içeren Bankacılık Kanunu’nun yayımlanması
2006 Ekim	OECD tarafından hazırlanan “Türkiye’de Kurumsal Yönetim: Pilot Çalışma” araştırmasının kamuoyuna sunulması
2006 Kasım	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu (BDDK) tarafından hazırlanan “Bankaların Kurumsal Yönetim İlkelerine İlişkin Yönetmelik”in yayımlanması
2007 Ağustos	BIST Kurumsal Yönetim Endeksi’nin hesaplanmaya başlaması
2008 Ocak	Yeni TTK Tasarısı’nın TBMM Adalet Komisyonu’nda ikinci defa görüşülerek esas komisyon raporunun tamamlanması ve Tasarı’nın TBMM gündemine alınması
2008 Mart	SPKr’nun hisse senetleri Borsa İstanbul’da işlem gören şirketlerin kurumsal yönetim ve kamuyu aydınlatmaları uygulamaları hakkında bir çalışmasının SPKr Haftalık Bülteni ile kamuoyuna açıklanması

**Tablo 9: Türkiye’de Kurumsal Yönetim İlkeleri Uygulamalarının Mevcut Durumu (Devamı)**

2009 Haziran	Borsa İstanbul’da işlem gören şirketler ve ilgili kuruluşların bildirimlerini kamuya duyurabileceği Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) internet sitesinin faaliyete geçmesi
2009 Aralık	BIST Kurumsal Yönetim Endeksi’ne dahil olan şirketlere uygulanan indirim konusunda yeni düzenlemenin Borsa İstanbul tarafından yayımlanması

**Kaynak:** Hakan Güçlü, **Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirmesi**, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yayınları, İstanbul, 2010, ss.60-61.

## **2.6. KURUMSAL YÖNETİMİN FİRMA PERFORMANSI ÜZERİNDEKİ ETKİSİ VE BORSA İSTANBUL KURUMSAL YÖNETİM ENDEKSİ**

Burada Kurumsal Yönetim İlkelerinin firmaların performansları üzerindeki etkilerinin ne yönde olduğu açıklanmış ve BIST Kurumsal Yönetim Endeksi’nin nasıl oluşturulduğu, ve endeksle ilgili kısa bilgiler verildikten sonra BIST Kurumsal Yönetim Endeksi’nin temel kuralları özetlenmiştir.

### **2.6.1. Kurumsal Yönetim Ve Firma Performansı**

Kurumsal yönetim, işletme yönetim ve denetiminin şeffaf, hesap verebilir, adil, sorumlu ve güvenilir olmasını kapsamasından dolayı işletme performansının sürdürülebilirliğinin bir göstergesidir. Aslında tüm bu ilkeler, işletmelerin performanslarının sürekliliğinin sağlanmasında temel unsurlardır. Bu nedenle kurumsal yönetim aynı zamanda firmaya değer katmayı amaçlayan bir yönetim anlayışıdır. Firma değerinin yükselmesini sağlayan en önemli faktörlerden biri kar olmakla birlikte bunun yanında firmanın karlılığını etkileyen tüm diğer faktörlerin izlenmesi, denetimi ve iyi yönetilmesi önemlidir. Firmaların, kurumsal yönetim ilke ve

değerlerine uygun bir yönetime sahip olmaları sürdürülebilir başarılarla sahip olmalarında önemli rol oynamaktadır.<sup>62</sup>

Yatırımcıların yapmış oldukları yatırımların riskini belirleyebilmek için daha fazla bilgi talep etmeleri, finansal piyasalarda belirsizliklere ve problemlere tepki göstermelerinden kaynaklanmaktadır. Bilgi ne kadar ayrıntılı bir şekilde ve sık aralıklarla verilirse, yatırımcılar kendilerini o ölçüde daha iyi ve güvende hissederler. Yapılan araştırmalar, yatırımcıların her zaman için kamuya açıklanan bilgilerin daha sık ve daha ayrıntılı bir şekilde verilmesini istediklerini göstermektedir. Bu ihtiyaca karşılık verilebilmesi için kamunun aydınlatılması ilkesine önem verilmesi şarttır. Kamunun aydınlatılması ve şeffaflık etkin bir kurumsal yönetim ve güçlü bir sermaye piyasası için gerekli olan iki önemli kurumsal yönetim ilkesidir. Yatırımcıların, düzenli, güvenilir ve karşılaştırmalı bilgiler sayesinde çeşitli yatırım kararları arasında sağlıklı tercih yapmaları mümkün olmaktadır. Piyasa ekonomisinde şirketlerin denetimi ve gözetiminde kullanılan en önemli iki araç kamunun aydınlatılması ve şeffaflıktır. Bu iki araç, kamuya, şirketlerin performansları, yapıları, faaliyetleri ve politikaları hakkında bilgi sağlar.<sup>63</sup>

Kurumsal yönetim ilkelerini iyi uygulayan şirketlerin BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne dahil olmaları ile birlikte değer ve saygınlıkları artmakta ve bu şirketler kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan diğer şirketler için referans olmaktadır. BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan şirketler ayrıca Türkiye'de portföy yatırımı yapacak yabancı yatırımcıların ilgileneceği şirketler olmaktadır. BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne dahil olmanın sağlayacağı bir diğer fayda, Borsa İstanbul kotasyon ücretlerinde %50 indirim teşvikinden yararlanma olanağı sağlanarak BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne girme konusunda diğer şirketlerin teşvik edilmesi beklenmektedir. BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'nin yatırımcı açısından önemine baktığımızda, bu endeks ile birlikte yatırımcıların kurumsal yönetimi öğrenme süreci hızlanacak ve konuya daha fazla önem vermeye başlayacaklardır. Kurumsal yönetimin şeffaflık ilkesi gereği olarak şirket ve kamuoyu arasında doğru, açık, zamanında ve karşılaştırılabilir bilgi paylaşımının sağlanması neticesinde

---

<sup>62</sup> Güler Aras, **Kurumsal Yönetim ve Sürdürülebilir İşletme Performansı**, (Çevrimiçi) <http://www.denetimnet.net/UserFiles/Documents/Guler%20Aras%20makale.pdf>  
10.10.2013.

<sup>63</sup> Eroğlu, a.g.e., s.1.

yatırımcılar kaliteli bilgiye sahip olarak kaynaklarını etkin bir şekilde yönlendirebileceklerdir. Yatırımcılar, şirketlerin mali raporlarını iyi yönetip yönetmediklerini göz önünde bulundurarak tasarruflarını değerlendirecekleri şirketleri belirlerler. BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'nin uygulanmaya başlamasıyla yatırımlarını yaparken daha iyi kurumsal yönetim uygulamalarına sahip olan şirketleri seçme fırsatına sahip olacaklardır.<sup>64</sup>

Kurumsal yönetim ilkelerini başarıyla uygulayan işletmeler yatırımcıların ilgi odağı olmakta ve bu durum işletme performansını olumlu yönde etkilemektedir. Geçmiş yıllarda yapılan çalışmalar da bu görüşü destekler niteliktedir. M.Abbasi, Kalantari ve H.Abbasi<sup>65</sup>, 2012 yılında gıda sanayi üzerine yaptıkları bir araştırmada iyi uygulanan kurumsal yönetim mekanizmalarının firma performansını olumlu yönde etkilediğini ortaya koymuşlardır. Javid ve Iqbal<sup>66</sup> 2008 yılında yaptıkları Pakistan piyasası üzerine araştırmada kurumsal yönetim ve firma performansı arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki olduğunu kanıtlamışlardır. Milton<sup>67</sup>, 1997-1998 yıllarında yaşanan Doğu Asya Ekonomik Krizi döneminde Kore, Malezya, Endonezya, Filipinler ve Tayland'da faaliyet gösteren 398 firmadan oluşan bir örneklem üzerinde 2001 yılında yapmış olduğu bir çalışmada kurumsal yönetim uygulamalarının başarılı bir şekilde yürütülmesinin firmaların finansal performansını olumlu yönde etkilediğini ve bu olumlu etkinin firma değerini artırdığını ortaya koymuşlardır. Chiang<sup>68</sup> 2005 yılında yaptığı çalışmada iyi kurumsal yönetim uygulamalarına sahip işletmelerin pozitif anlamlı firma performansına sahip olduklarını tespit etmiştir. Bebczuk<sup>69</sup> 2005 yılında yaptığı araştırmada kurumsal yönetim performansı ile varlıkların getirileri ve Tobin q değeri arasında oldukça büyük ve güçlü bir ilişki olduğunu bulmuştur.

---

<sup>64</sup> Deloitte, Denetimnet.net, (Çevrimiçi) <http://www.denetimnet.net/Pages.aspx?pgID=385>, 17.10.2013.

<sup>65</sup> Majid Abbasi, Elham Kalantari ve Hamideh Abbasi, "Impact of Corporate Governance Mechanisms on Firm Value Evidence from the Food Industry of Iran", **Journal of Basic and Applied Scientific Research**, C:2, No:5, ss.4712-4721, 2012.

<sup>66</sup> Attiya Yasmin Javid ve Robina Iqbal, "Does Corporate Governance Effects Firm Performance in Case of Pakistani Market", **NUST Journal Of Business and Economics**, C:1, No: 1, Pakistan, 2008, ss.11-23.

<sup>67</sup> Todd Mitton, "A Cross-firm Analysis of Corporate Governance on East-Asian Financial Crisis", **Journal of Financial Economics**, C: 64, No: 2, 2002, ss.215-241.

<sup>68</sup> Hsiang-tsai Chiang, "An Empirical Study of Corporate Governance and Corporate Performance", **Journal of American Academy of Business**, C: 6, No: 1, 2005, ss.95-101.

<sup>69</sup> Ricardo N. Bebczuk, **Corporate Governance And Ownership: Measurement And Impact on Corporate Performance And Dividend Policies In Argentina**, Latin American Research Network Working Paper , R-516, 2005, ss.1-59.

Türkiye’de ise, Borsa İstanbul Araştırma Müdürlüğü tarafından yapılan, kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanma derecesini ve bu ilkelerin şirket performansına katkısına ilişkin yapılan çalışma en kapsamlı çalışmalardan biridir. 1998-1999 yılları arasını inceleyen ve aracı kurumlar ve aynı zamanda yaklaşık 275 borsa şirketini kapsayan çalışmada, kurumsal yönetim ilkeleri ile ilgili genel bilgiler verildikten sonra, OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri baz alınarak hazırlanan anketlerin değerlendirilmesi amacıyla Borsa İstanbul’da işlem gören şirketlerin kurumsal yönetim uygulamaları ile piyasa özellikleri, piyasa ve finansal performans arasındaki ilişki incelenmiştir. Bu incelemede, piyasa performansını ölçmek için uluslararası literatürde sıkça kullanılan piyasa değeri, volatilité, birikimli düzeltilmiş getiri gibi hesaplamalardan yararlanılırken; finansal performans ölçümü için borçlanma, karlılık, likidite oranları kullanılmıştır. Yapılan anket ile Türkiye’de Kurumsal Yönetim İlke ve Standartlarının Borsa İstanbul’da işlem gören şirketlerde ve Borsa İstanbul üyesi kurumlarda uygulanma derecesini ve bu ilkeleri uygulamanın şirket performansları üzerindeki etkisinin ne olduğunu belirlemek amaçlanmıştır.<sup>70</sup> Bu çalışmadan elde edilen bulgular aşağıda kısaca açıklanmıştır:<sup>71</sup>

- Ankete tam katılım olmamakla birlikte elde edilen sonuçlar genel düzeyi yansıtacak yeterliliktedir.
- -Ankete katılan toplam 513 şirket ve 358 aracı kuruluşun %52’sinin kurumsal yönetim ilke ve standartlarına önem verdikleri belirlenmiştir.
- Yönetim kurulunda bulunan üyelerin büyük bir çoğunluğu, aynı şirketler grubundaki çeşitli şirketlerde de görev almaktadır.
- Yönetim kurulu üyeleri ile başlıca ortaklar arasında akrabalık ilişkileri görülmektedir. Bu durum aracı kuruluşlarda yüksek düzeydedir.
- Türkiye’de yönetim kurulu üyelerine genelde performansa dayalı olmayan mali haklar sağlanmaktadır.
- Üst düzey yönetici pozisyonlarına yapılan atamalara şirketlerin ağırlıklı hissedarları/sahipleri karar vermektedir.
- Borsa’da işlem gören şirketlerin kamuyu aydınlatma ve şeffaflık düzeyleri yüksektir.

<sup>70</sup> Osman Gürbüz, **Kurumsal Yönetim: Ülkemizdeki Düzeyine İlişkin Değerlendirmeler**, Muhasebe Denetimi Sempozyumu, İstanbul, 2005, ss.3-4.

<sup>71</sup> Meral Varış, ‘v.d.’, “Sermaye Piyasalarında Kurumsal Yönetim İlkeleri”, **İMKB Dergisi**, Sayı:19, 2001, ss.167-169.

- Borsa'da işlem gören çoğu şirkette iç denetim birimi oluşturulamamıştır. Aracı kuruluşlarda ise mevzuatlarında yer almasından dolayı iç denetim birimi uygulaması daha yaygındır.

- Şirket çalışanlarına, hissedarlık imkanlarının genişletilmesine yönelik uygulamalar etkin değildir.

- Yönetim kurulu, sermaye artırımlarında mevcut ortakların rüçhan haklarını kısıtlama yetkisini fazla kullanmamaktadır.

- Borsa şirketlerinin ve üyelerinin %17'si oy hakları arasında farklı gruplar oluşturmuştur.

- Şirketlerde, çalışanlara yönelik vakıf veya sandık uygulaması yeterli düzeyde uygulanmamaktadır.

- Başkan (Chairman) ve CEO tam ayrımı yerleşmemiştir.

- Yönetim kurulu üyeleri arasında bağımsız üye yoktur.

- Yönetim kurulu üyelerinin şirkette başka görevlerde de bulunması yönetim etkinliğini ve performans denetimini zorlaştırmaktadır.

- Genel müdürler, genellikle tek şirkette görev alan profesyonellerden oluşmaktadırlar.

- Yönetim kurulu üyeleri şirketlerde istedikleri bilgiye anında ve eksiksiz olarak ulaşabilmektedirler.

- Ortaklarla ilişkilerin özel bir birim aracılığıyla yürütülmesi yaygınlık kazanmamıştır.

- İmalat sanayi ve mali sektör gruplarında bulunan yaklaşık olarak her 5 şirketten biri şirket içi teftiş birimine sahiptir.

- Yaklaşık olarak her 10 şirketten biri çalışanlara yönelik vakıf veya sandık uygulamasına sahiptir.

- Kurumsal yönetim ilke ve standartlarını daha etkin uygulayan şirketlerin hem finansal hem de pazar getiri performansı yüksek düzeydedir.

Bu çalışma kapsamında kurumsal yönetim ilkeleri ve işletmelerin performansları arasındaki ilişkinin analiz edilmesi sonucunda, kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanması ile şirket performansı arasında doğrusal bir ilişkinin olduğu sonucuna ulaşılmıştır.

Türkiye’de bu konuda yapılan bir diğer çalışma Gürbüz ve Ergincan tarafından yapılan şirketlerin kurumsal yönetim düzeyleri ile performansları arasındaki ilişkiyi inceledikleri çalışmadır. Bu çalışmada, kurumsal yönetim ilkelerini daha iyi uygulayan şirketlerin, bu ilkeleri yeteri kadar uygulamayan şirketlere göre daha yüksek borsa performansı sergiledikleri, kurumsal yönetim ilkelerini üst düzeyde uygulayan şirketlerin daha yüksek öz sermaye karlılığına sahip olduğu, halka açıklık oranı yüksek olan şirketlerin ileri derecede kurumsal yönetim ilkeleri uyguladıkları, daha iyi yönetilen şirketlerin kreditorlere güven duygusu verdikleri ve böylece dış finansmandan daha fazla yararlanma olanağına sahip oldukları sonuçlarına ulaşmıştır.<sup>72</sup>

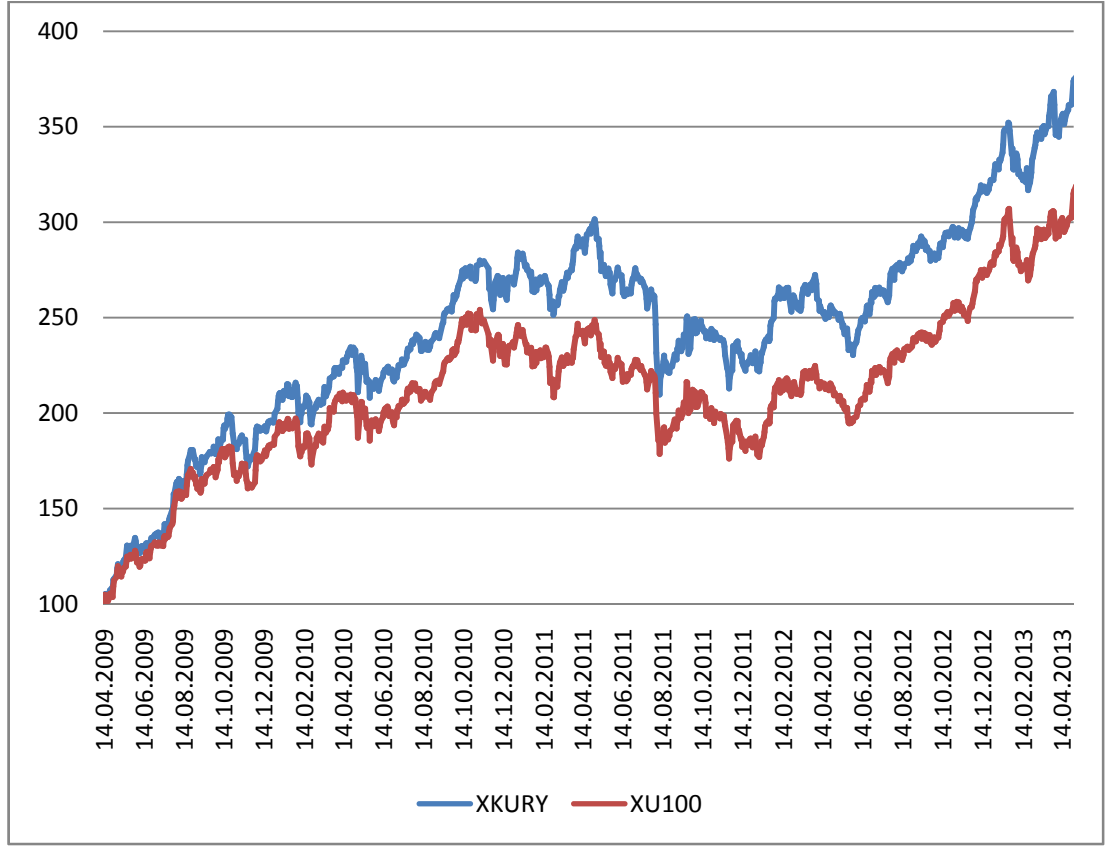
Yukarıda açıklanan kurumsal yönetim ve firma performansı arasındaki ilişkiyi araştıran çeşitli araştırmalar gibi bu tez çalışmasında BIST Kurumsal Yönetim Endeksi’nde yer alan firmaların getiri oranları analiz edilmiştir.

BIST Kurumsal Yönetim Endeksi, 31 Ağustos 2007 tarihinde hesaplanmaya başladığında endeks kapsamında 5 şirket bulunmaktaydı, bugün ise endeks kapsamında 46 şirket bulunmaktadır. Önceleri, kurumsal yönetim ilkelerine önem veren ve kurumsal yönetim ilkelerini daha iyi uygulayan şirketlerin borsa performanslarındaki olumlu değişimler sadece yurtdışı örnekleriyle ispatlanabiliyordu. Hatta bazı çevreler, bu çalışmaların, iyi kurumsal yönetim uygulamaları ile şirketlerin performansları arasında doğrudan bir ilişki olduğunu kanıtlayabilecek yeterlilikte olmadığını ifade ediyorlardı. Yıllarca bu ilişkinin varlığı, Brezilya Borsası’nda Kurumsal Yönetim Endeksi ile Genel Endeks arasındaki performans farkı gösterilerek kanıtlanmıştır. 2009 yılı başından bu yana geçen zaman içinde BIST Kurumsal Yönetim Endeksi, %320 artışa sahip olurken, BIST 100 Endeksi %265 artış göstermiştir. Aşağıdaki grafik iki endeks arasındaki performans farkını göstermektedir.

---

<sup>72</sup> Gürbüz ve Ergincan, **a.g.e.**, ss.67-76.

**Şekil 2: Kurumsal Yönetim Endeksi-XU100 Karşılaştırması**



**Kaynak:** Bloomberg HT, (Çevrimiçi) <https://www.bloomberght.com/>, 10.09.2013.

## 2.6.2. BIST Kurumsal Yönetim Endeksi

SPK, 10 Aralık 2004 tarihinde gerçekleştirdiği toplantıda kurumsal yönetim ilkelerine uyumun sağlanması amacıyla, hisse senetleri Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlerden 2004 yılına ilişkin faaliyet raporlarından başlamak üzere Kurumsal Yönetim Uyum Raporunun açıklamasını istemiştir. Bugün şirketlerin çoğu Kurumsal Yönetim Uyum Raporunu kamuya açıklamış bulunmaktadır. SPK, şirketlerden, kurumsal yönetim beyanlarına yıllık faaliyet raporlarında ayrı bir bölümde yer vermelerini istemektedir. SPK'nın 7 Şubat 2005 tarihindeki toplantısında kurumsal yönetim ilkelerinde değişiklik ve eklemeler yapılması ve ayrıca BIST Kurumsal Yönetim Endeksi oluşturulması kararı alınmıştır. Bu kapsamda, Borsa İstanbul Yönetim Kurulu'nun 23.02.2005 tarihinde yaptığı toplantıda Kurumsal Yönetim İlkeleri'ni uygulayan şirketlerin dahil olacağı BIST



Kurumsal Yönetim Endeksi'nin, kurumsal yönetim derecelendirme notu 10 üzerinden en az 7 olan 5 şirketin Borsa'ya bildirilmesi durumunda Borsa Günlük Bülteni'nde yapılan duyurudan bir hafta sonra hesaplanmaya başlanması kararı verilmiştir. Bu düzenlemelerle birlikte 31.08.2007 tarihinde BIST Kurumsal Yönetim Endeksi hesaplanmaya başlamıştır.<sup>73</sup>

Borsa İstanbul'da işlem gören halka açık şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerini uygulamalarını teşvik edici düzenlemeler yapılmasını yararlı gören SPK 12.12.2003 tarihli toplantısında, kurumsal yönetim ilkelerinde yer alan prensipleri uygulayan şirketlere yönelik olarak; Borsa İstanbul bünyesinde ayrı bir endeks oluşturulması, bu endekse dahil olmak isteyen şirketlere Derecelendirme Tebliği çerçevesinde derecelendirme yaptırma zorunluluğunun getirilmesi, bu endekse dahil olacak şirketlere Borsa İstanbul'da kote olan şirketlerden her yıl kotta kalma ücretlerinde bazı indirimler sağlanması, bu endeks kriterlerinin uygulanacak metodoloji konularını kapsayacak şekilde belirlenmesinin sağlanması hususlarında Borsa İstanbul'a bildirimde bulunulmasına karar verilmiştir.<sup>74</sup>

Borsa İstanbul tarafından oluşturulan Kurumsal Yönetim Endeksi Temel Kuralları'nın değerlendirildiği SPK'nın 07.02.2005 tarihli toplantısında; şirketlerin "BIST Kurumsal Yönetim Endeksi"ne dahil olabilmeleri için "BIST Yönetim Endeksi Temel Kuralları" ile 5 olması öngörülen kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirme notunun 7 olarak değiştirilmesinin uygun olacağı yönünde Borsa İstanbul Başkanlığı'na bildirimde bulunulmasına, Borsa İstanbul'un borsa kotunda bulunan hisse senetlerinin toplam nominal tutarı üzerinden hesaplanan kotta kalma ücretinin tahakkuk ettirildiği tarih itibarıyla BIST Kurumsal Yönetim Endeksi kapsamında bulunan şirketler için kotta kalma veya kayıta kalma ücretlerinde %50 indirim yapılması yönünde kotasyon ücretleri tarifesinde değişiklik yapılması hakkındaki önerisinin onaylanmasına, kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesinde bölümler itibarıyla pay sahipleri için %25, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık için %35, menfaat sahipleri için %15 ve yönetim kurulu için %25 olarak ağırlıklandırılmasına ve derecelendirme sonuçlarının bir bütün olarak tüm ilkelere

<sup>73</sup> Toraman ve Abdioğlu, **a.g.e.**, ss.96-109.

<sup>74</sup> Ayça Sandıkçioğlu, **Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirmesi**, Sermaye Piyasası Kurulu Ortaklıklar Finansmanı Dairesi, Yeterlik Etüdü, Kasım 2005, Ankara, s.22.

uyum ile dört ana bölüm itibariyle ayrı ayrı olmak üzere ağırlıkları ile birlikte kamunun açık bir şekilde aydınlatılmasına karar verilmiştir.<sup>75</sup>

**Tablo 10: Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notlarının Anlamları**

<b>Not</b>	<b>Anlamı</b>
<b>9-10</b>	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 menfaat sahiplerinin hakları en adil 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. BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne en üst düzeyde dahil edilmek hakkedilmiştir.
<b>7-8</b>	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 menfaat sahiplerinin hakları adil 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. BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne üst düzeyde dahil edilmek hakkedilmiştir.
<b>6</b>	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. Ulusal standartlara uyum sağlanmıştır ancak uluslararası platformlarda bu standartların gerisinde kalınabilir. Pay sahipleri; menfaat sahipleri; kamuyu aydınlatma ve şeffaflık;

<sup>75</sup> Sandıkçıoğlu, a.g.e, ss.22-23.

**TABLO 10: Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notlarının Anlamları  
(Devamı)**

	ve yönetim kurulu alanlarının bazılarında iyileştirmeler gerekmektedir.
<b>4-5</b>	Şirket, SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne gereken asgari derecede uyum sağlamış ve gerekli politika ve önlemlerin standartların altında bir kısmını uygulamaya sokmuştur. Yönetim ve iç kontrol mekanizmaları, gereken asgari derecede oluşturulmuş, ancak tam etkin bir şekilde işlememektedir. Kurumsal yönetim riskleri tamamen tespit edilmemiş ve aktif bir şekilde yönetilmemektedir. Pay sahipleri; menfaat sahipleri; kamuyu aydınlatma ve şeffaflık; ve yönetim kurulu alanlarının bazılarında veya hepsinde önemli iyileştirmeler gerekmektedir.
<b>&lt;4</b>	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; menfaat sahipleri; kamuyu aydınlatma ve şeffaflık; ve yönetim kurulu alanlarının hepsinde önemli zaafklar vardır. Yatırımcı güveni zedelenebilir ve maddi zararlar oluşabilir.

**Kaynak:** SAHA Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme A.Ş. (Çevrimiçi)  
<https://www.saharating.com/Page.aspx?PagelId=37> , 10.09.2013.

### **2.6.3. Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi Temel Kuralları**

BIST Kurumsal Yönetim Endeksinde yer alan temel kurallar aşağıdaki şekildedir:<sup>76</sup>

- Derecelendirme Notu: SPK tarafından belirlenmiş derecelendirme kuruluşları tarafından tüm kurumsal yönetim ilkelerine olan uyuma verilen not olan derecelendirme notunun derecelendirme yaptırmak isteyen şirketin talebi üzerine verilmesi ve yıllık olarak yinelenmesi şarttır.
- Endekse Alınma: Gözaltı Pazarı hariç olmak üzere Borsa İstanbul pazarlarında işlem gören tüm kurumsal yönetim ilkelerine uyum notu en az yedi olan

<sup>76</sup> Değerleme ve İstatistik Müdürlüğü, **İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Temel Kuralları**, Genelge No:263, Nisan 2007, ss.1-5.

şirketlerin hisse senetleri derecelendirme notunun Borsa'ya bildirildiği günü takip eden iş gününde endekse alınır.

- **Endeksten Çıkarılma:** Endeks kapsamında bulunan hisse senetleri, hisse senetlerinin işlem gördüğü pazardan Gözaltı pazarına alınması, hisse senetlerinin işlem gördüğü pazardan devamlı surette çıkarılması, hisse senetlerinin işlem sırasının kesintisiz olarak beş işgününden fazla süreli kapalı kalması, kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirme notunun yediden düşük olması, derecelendirme notunun verildiği tarihten sonraki bir yıllık dönem boyunca yenilenmemesi veya onaylanmaması, herhangi bir nedenle sona eren derecelendirme sözleşmesinin Borsa'ya bildirilmesi, SPK'nın "Derecelendirme Kuruluşları Listesi"nden çıkarılan derecelendirme kuruluşunun Borsa'ya bildirilmesi, derecelendirme kuruluşlarının bağımsızlığının sona erdiğinin Borsa'ya bildirilmesi şartlarının veya durumlarının gerçekleşmesi neticesinde endeksten çıkarılır. İlgili hisse senetleri, Kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirme notunun yediden düşük olması, sona eren derecelendirme sözleşmesinin Borsa'ya bildirilmesi, derecelendirme kuruluşlarının bağımsızlığının sona erdiğinin Borsa'ya bildiriminin yapıldığı günü takip eden ilk iş günü, derecelendirme notunun verildiği tarihten sonraki bir yıllık dönem sonuna kadar yenilenmemesi durumunda bir yıllık sürenin tamamlanmasını takip eden ilk iş günü, hisse senetlerinin işlem gördüğü pazardan Gözaltı pazarına alınması, hisse senetlerinin işlem gördüğü pazardan sürekli çıkarılması durumunda Borsa Yönetim Kurulu kararının alındığı tarihi takip eden ilk iş günü, hisse senetlerinin işlem sırasının kesintisiz olarak beş iş gününden fazla süre boyunca kapalı kalması durumunda işlem sırasının kapalı kaldığı 6. iş günü endeks kapsamından çıkarılır.

- **Birleşme Ve Devir Almalarda Yapılan Değişiklikler:** Hisse senetleri endeks kapsamında yer alan bir şirket başka bir şirketi veya şirketleri devir alırsa notu 7'den aşağı düşmediği takdirde endekste kalmaya devam ederken, kapsamda olmayan bir şirket tarafından devir alındığı takdirde endeksten çıkartılır. Devir alan şirket, kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirme notunun en az yedi olması şartını gerçekleştirdiği takdirde endekse alınır.

- **Endekse Yeniden Alınma:** İşlem sırasının kesintisiz olarak beş işgününden fazla süreli kapalı kalması neticesinde endeksten çıkarılan hisse senetleri, tekrar işlem görmeye başladığı gün endekse alınır, Gözaltı Pazarından Borsa İstanbul'un diğer pazarlarına geçen hisse senetleri, kurumsal yönetim ilkelerine uyum

derecelendirme notunun en az yedi olması şartını sağlıyorsa yeni alındığı pazarda işlem görmeye başladığı tarihten itibaren Endekse dahil olur. Kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirme notu 7'den düşük olduğu için endeksten çıkarılmış olan ve yeni ilan edilen kurumsal yönetim derecelendirme notu 7 ve üzerinde olan şirketlerin hisse senetleri yeni notun Borsa'ya bildirildiği günü takip eden iş günü endekse alınır. Herhangi bir nedenle kurumsal yönetim derecelendirme sözleşmesinin sona ermesi veya SPK tarafından notu veren derecelendirme kuruluşunun "Derecelendirme Kuruluşları Listesi"nden çıkarılması nedeniyle endeksten çıkarılan şirketin hisse senetleri, başka bir derecelendirme kuruluşundan alınan kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirme notunun en az yedi olması şartını gerçekleştirmediği halde, yeni notun Borsa'ya bildirilmesini takip eden ilk iş günü endekse alınır. Derecelendirme notunun yıllık olarak yinelenmemesi veya doğrulanmaması sonucunda endeksten çıkarılan hisse senetleri, yenileme veya teyit notunun en az 7 olması durumunda Borsaya bildirimini takip eden ilk iş günü yeniden endekse dahil edilir.

- Birden Fazla Derecelendirme Kuruluşundan Not Alınması: Birden fazla derecelendirme kuruluşundan not alınmışsa en son bildirilen derecelendirme notu dikkate alınır. Söz konusu derecelendirme kuruluşlarından herhangi birinin derecelendirme sözleşmesi sona erdiğinde veya SPK tarafından "Derecelendirme Kuruluşları Listesi"nden çıkarılması durumunda diğer derecelendirme kuruluşu tarafından verilen not dikkate alınır.

- Hesaplama Yöntemi: Hesaplama yönteminin aşamaları aşağıdaki açıklandığı gibidir;

- Endeks hesaplamasında en son onaylanan fiyatlar esas alınır.
- Eski ve yeni hisse senetlerinin fiyatları ayrı ayrı dikkate alınarak şirketlerin piyasa değeri hesaplanır. Fakat, piyasa değeri hesaplamasında, işlem sırası açılmayan yeni hisse senetleri ve esas sermaye sisteminde gerçekleştirilen sermaye artırımlarında, sermayenin tescil ve ilanına kadar Merkezi Kayıt Kuruluşu'nda (MKK) oluşturulan geçici kaydi paylar için eski hisse senedinin fiyatı esas alınır.

(Piyasa değeri = Eski hisse senedi sayısı . Eski hisse senedi fiyatı + Yeni hisse senedi sayısı . Yeni hisse senedi fiyatı)

- o Endeks, kapsamında bulunan şirketlerin aynen saklamada yer alanlar hariç MKK saklamasında bulunan hisse senetlerinin toplam piyasa değerleri ile ağırlıklı olarak hesaplanır.

Endeksin hesaplanmasında aşağıdaki formül kullanılır:

$$E_t = \frac{\sum_{i=1}^n F_{it} \cdot N_{it} \cdot H_{it}}{B_t}$$

$E_t$  = 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 tamsayıya yuvarlanmış oranı.

$B_t$  = Bölenin (Düzeltilmiş baz piyasa değeri) t zamanındaki değeri

- o Endekste düzeltme: Endeks kapsamında yer alan hisse senetlerinin piyasa değerleri toplamında, hisse senetlerinin fiyatlarındaki hareketler dışında bir nedenden dolayı meydana gelen değişikliklerden kaynaklanacak düşüş veya yükselmeyi engelleyebilmek için, endeks hesaplama formülünün paydasında düzeltme yapılarak endeksin devamlılığı, karşılaştırılabilirliği sağlanır.

Düzeltilme aşağıdaki şekilde yapılır:

$$E_t = \frac{PD_t}{B_t}$$

$E_t$  = "t" günü endeks kapanış değeri(değişiklik öncesi)

$PD_t$  = "t" günü endeks kapsamındaki hisselerin kapanış piyasa değeri

$B_t$  = "t" günü bölün değeri

$\Delta PD$  = 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

$$E_t = E_{t+1}$$

$$\frac{PD_t}{B_t} = \frac{PD_t + \Delta PD}{B_{t+1}}$$

$$B_{t+1} = \left(1 + \frac{\Delta PD}{PD_t}\right) \cdot B_t$$

Endekslerde düzeltme yapılmasını gerektiren şirket faaliyetleri ve düzeltmelerin yapılma zamanları Tablo 11 ve Tablo 12'deki gibi gösterilebilir.

**Tablo 11: Fiyat Endekslerinde Düzeltme Yapılmasını Gerektiren Şirket Faaliyet Türleri Ve Düzeltme Zamanları**

Fiyat Endeksleri	
Faaliyet Türü	Düzeltilme Zamanı
Nakit karşılığı sermaye Artırımı	
-Rüçhan hakkı kullanılarak	-Rüçhan hakkı başlama tarihi
-Rüçhan hakkı kullanılmayarak	-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 yoluyla hisse toplanması	Çağrı sonucunun Günlük Bülten'de yayımlanmasını takip eden 2.gün

**Kaynak:** Değerleme ve İstatistik Müdürlüğü, **İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Temel Kuralları**, Genelge No:263, Nisan 2007, s.4.

**Tablo 12: Getiri Endekslerinde Düzeltme Yapılmasını Gerektiren Şirket Faaliyet Türleri Ve Düzeltme Zamanları**

Getiri Endeksleri	
Faaliyet Türü	Düzeltme Zamanı
Nakit karşılığı sermaye Artırımı -Rüçhan hakkı kullanılarak -Rüçhan hakkı kullanılmayarak	-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 yoluyla hisse toplanması	Çağrı bitimini takip eden 3.gün

**Kaynak:** Değerleme ve İstatistik Müdürlüğü, **İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Temel Kuralları**, Genelge No:263, Nisan 2007, s.5.

- Endeks Hesaplamaya Başlama ve Son Verme: Endeks, endekse alınma özelliklerine sahip şirket sayısının 5'e ulaşması halinde Borsa Günlük Bülteni'nde yapılan duyurudan 1 hafta sonra Borsa İstanbul Ulusal-100 endeksinin ilan edilen en son değeri endeksin başlangıç değeri olarak alınarak hesaplanmaya başlanır, endekste yer alan şirket sayısının 2'ye düştüğü durumda yapılacak duyurudan 2 ay sonra endeksin hesaplanmasına son verilir. Fiyat endeksi seanslar süresince, getiri endeksi seanslar sonunda hesaplanıp duyurulur. Endeksler tamsayıdan sonra iki haneli şekilde gösterilir.



## **ÜÇÜNCÜ BÖLÜM**

### **TÜRKİYE'DE KURUMSAL YÖNETİM ENDEKSİNE GİRİŞİN BORSA İSTANBUL'DA İŞLEM GÖREN ŞİRKETLERİN HİSSE SENEDİ GETİRİ ORANLARI ÜZERİNDEKİ ETKİSİ**

Son yıllarda yaşanan küresel finansal krizlerin ve şirket skandallarının önemli nedenlerinden birinin kötü yönetim olması, iyi kurumsal yönetim kavramının önemini ön plana çıkarmıştır. Yapılan çalışmalar, iyi kurumsal yönetim uygulamalarının şirketler ve yatırımcılar açısından önemli yararları bulunduğunu ortaya çıkarmış ve şirketlerin sahip oldukları kurumsal yönetim uygulamalarını en az finansal performansları kadar önemli bulan uluslararası yatırımcıların, iyi kurumsal yönetim uygulamalarına sahip şirketler için daha fazla yatırım yapmaya hazır olduklarını göstermiştir. SPK tarafından 2003 yılında yayımlanan ve daha sonra 2005 yılında revize edilen kurumsal yönetim ilkeleri şimdiki haline ulaşmış ve kurumsal yönetim anlayışının Türkiye'de tanınmasına ve gelişimine katkıda bulunmuştur. Kurumsal yönetim ilkelerinin tam anlamıyla uygulanabilmesi durumunda kurumsal yönetim hem şirketlere hem de ülkelere büyük avantajlar sağlamaktadır. Kurumsal yönetim ilkelerine uyum sağlayan, yüksek performansa sahip olan işletmelere yatırımcıların daha fazla ilgi göstermesiyle birlikte hisse senetlerinin piyasa değerleri de artmakta ve bu durum işletmelere olan yatırımın artmasını ve geri dönüşüm oranının işletmeler açısından olumlu bir seyir izlemesini, söz konusu işletmelerin uluslararası alanda rekabet avantajına sahip olabildiğini sağlamaktadır.<sup>77</sup>

Türkiye'de kurumsal yönetim uygulamalarının yaygınlaşması ve bu yolda teşvik edici nitelikte düzenlemelerin yapılması sermaye piyasasının gelişmesi açısından son derece önemlidir. Bu amaçla SPK, Borsa İstanbul ile birlikte gerçekleştirdiği çalışmalar sonucunda, Kurumsal Yönetim İlkeleri Rehberi'nde yer alan ilkeleri uygulayan şirketler için Borsa İstanbul bünyesinde BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'ni oluşturmuştur. Endekse dahil olabilmek için 04.12.2003 tarihinde Resmi Gazete'de yayınlanan Seri: VIII, No:40 sayılı 'Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği' çerçevesinde derecelendirme yetkisi verilmiş kuruluşlara derecelendirme yaptırma

---

<sup>77</sup> Sermaye Piyasası Kurulu, **a.g.e.**, ss.1-2.

zorunluluğu getirilmiştir. Borsa İstanbul tarafından yayınlanan BIST Kurumsal Yönetim Endeksi temel kurallarına göre, kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirme notu 10 üzerinden en az 7 olan şirketlerin endekse alınmaları söz konusu olacaktır.<sup>78</sup>

Türkiye’de BIST Kurumsal Yönetim Endeksi’nin hesaplanmasına, BIST Kurumsal Yönetim Endeksi Temel Kuralları’na uygun bir şekilde, derecelendirme notu en az 7 olan 5 şirketin Borsa’ya bildirildiği 31.08.2007 tarihinde başlanmıştır. 31.08.2007 tarihi itibariyle endeks kapsamında 46 şirket bulunmaktadır.

Bu çalışmanın amacı, hisse senetleri Borsa İstanbul’da işlem gören ve Kurumsal Yönetim Derecelendirme Notu olarak BIST Kurumsal Yönetim Endeksi’ne dahil olan şirketlerin, Kurumsal Yönetim Endeksi’ne girmelerinin hisse senetlerinin performanslarına (getiri oranlarına) etkisinin olup olmadığının analiz edilmesidir. Bu amaçla olay çalışması yöntemi uygulanmıştır. Bu açıdan ilk olarak Kurumsal Yönetim Endeksi’ne giriş nedeniyle oluşması muhtemel Beklenenden Farklı Getiri Oranları (BFG) ile Kümülatif Beklenenden Farklı Getiri Oranları (KBFG) incelenmiş ve BIST Kurumsal Yönetim Endeksi’ne girişin şirketlerin hisse senetlerinin performansı üzerindeki etkisi analiz edilmiştir.

### 3.1. METODOLOJİ

Bu tez çalışmasında BIST Kurumsal Yönetim Endeksi’ne girişin söz konusu hisse senetlerinin getiri oranları üzerindeki etkisinin incelenmesi için olay çalışması yönteminden faydalanılmıştır.

Olay çalışması, sermaye piyasası ile ilgili birçok araştırmada kullanılan bir yöntemdir. Yıllar içerisinde olay çalışması yönteminde pek çok gelişme kaydedilmiştir. Ekonomi ve finans alanında yapılan birçok uygulamalı çalışmada yararlanılan olay çalışması yönteminin ilk uygulaması 1933 yılında Dolley<sup>79</sup> tarafından hisse senedi bölünmelerinin hisse senetleri fiyatları üzerine etkilerinin

<sup>78</sup> Toraman ve Abdioğlu, **a.g.e.**, ss.96-109.

<sup>79</sup> James Clay Dolley, "Characteristics and Procedure of Common Stock Split-Ups", **Harvard Business Review**, C: 11, No: 3, April 1933, ss.316-326.

araştırılması olmuştur. 1930'lerden 1960'lı yılların sonuna kadar olan dönemde Myers ve Bakay<sup>80</sup>, Barker<sup>81</sup> ve Ashley<sup>82</sup> gibi birçok araştırmacı tarafından faydalanılan ve geliştirilen olay çalışması yöntemi, hisse senedi fiyat hareketlerinin incelenmesi konusundan farklı olarak, ekonomi piyasalarında tahmin edilemeyen olayların hisse senetlerinin değerleri üzerindeki etkisinin ne olduğu konusunu incelemiştir. Ancak günümüzde kullanılan olay çalışması metodolojisini ortaya koyan ve konu ile ilgili yeni ufuklar açan ilk çalışma 1968 yılında Ball ve Brown<sup>83</sup> tarafından gerçekleştirilen firma kazançlarının duyurulmasının hisse senedi fiyatları üzerindeki etkisini inceleyen çalışma olmuştur. Bir diğer çalışma ise 1969 yılında Fama, Fisher, Jensen ve Roll<sup>84</sup> tarafından yapılmıştır. Bu çalışmada ise eş zamanlı temettü artışlarının etkilerini ortadan kaldırdıktan sonra, hisse senedi bölünmelerinin fiyatlara olan etkisi araştırılmıştır. Ahorony ve Swary<sup>85</sup> 1980 yılında yaptıkları çalışmalarla, firmaların kar payı duyurularının hisse senetlerine etkisini araştırmışlar ve bu duyuruların hisse senedi getirisi üzerinde olumlu etkilere sahip olduğunu tespit etmişlerdir. Bu öncü çalışmalardan sonra, temel metodoloji ile ilgili bazı değişiklikler öne süren çalışmalar yapılmıştır. Bu değişiklikler, önceki çalışmalarda kullanılan istatistiksel varsayımların ihlal edilmesinden kaynaklanan karmaşıklıklardan meydana gelmiş fakat daha belirli hipotezlerin yerleşmesini sağlamıştır. Brown ve Waner<sup>86</sup>, 1980 ve 1985 yıllarında yapmış oldukları çalışmalarda bu değişikliklerin birçoğunun önemini tartışmışlardır. Olay çalışmasının prosedürlerini detaylı bir şekilde anlatan çalışma Mackinlay<sup>87</sup> tarafından yayınlanmıştır.

---

<sup>80</sup> John H. Myers ve Archie Bakay, "Influence of Stock Split-Ups on Market Price", **Harvard Business Review**, C: 26, No: 2, 1948, ss.251-265.

<sup>81</sup> C.Austin Barker, "Effective Stock Splits", **Harvard Business Review**, C: 34, No:1, Jan./Feb. 1956, ss.101-106., "Stock Splits in a Bull Market", **Harvard Business Review**, C:35, No: 3, May./June. 1957, ss.72-79., "Evaluation of Stock Dividends", **Harvard Bus. Rev.**, C: 36, No:4, July./Aug. 1958, ss.99-114.

<sup>82</sup> John Ashley, "Stock Prices and Changes in Earnings and Dividends: Some Empirical Results", **Journal of Political Economy**, February 1962, C: 70, No:1, ss.82-85.

<sup>83</sup> R. Ball ve P.Brown, "An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers", **Journal of Accounting Research**, C: 6, No: 2, 1968, ss.159-178.

<sup>84</sup> Eugene F. Fama, 'v.d.', "The Adjustment of Stock Prices to New Information", **International Economic Review**, C:10, No:1, 1969, ss.1-21.

<sup>85</sup> Joseph Aharony and Itzhak Swary, "Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholder's Returns: An Empirical Analysis", **Journal of Finance**, C: 35, No: 1, 1980, ss.1-12.

<sup>86</sup> S.Brown and J.Warner, "Measuring Security Price Performance", **Journal of Financial Economics**, C: 8, No:3, 1980, ss.205-258., "Using Daily Stock Returns :The Case of Event Studies", **Journal of Financial Economics**, C: 14, No: 1, 1985, ss.3-31.

<sup>87</sup> A.Craig Mackinlay, "Event Studies in Economics and Finance", **Journal of Economic Literature**, C: 35, No:1, 1997, ss.13-39.

Türkiye’de de farklı uygulama alanlarında olmak üzere yapılmış birçok olay çalışması bulunmaktadır. Bu çalışmalardan bazıları şunlardır: Kıymaz<sup>88</sup>, halka arz edilen firmaların performanslarının ilgili firmaların hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini olay çalışması ile incelemiştir. Özer ve Yücel<sup>89</sup>, yaptıkları çalışmada, hisse senedi ihraç tarihi etrafındaki günlerde, özellikle ihraç gününde istatistiki ve ekonomik olarak yeterli büyüklükte anormal hisse senedi getirisi bulunduğu sonucuna varmışlardır. Mandacı<sup>90</sup> Borsa İstanbul’un kuruluşundan bu yana yapılan genel seçimlerin bazılarının yapıldıkları tarih etrafındaki günlerde Borsa İstanbul’da anormal getiri elde edilip edilemeyeceği araştırılmış ve böylece piyasa etkinliği test edilmeye çalışılmıştır. Yörük ve Ban<sup>91</sup> gıda sektörü üzerine yaptıkları bir çalışmada, şirketlerde birleşme öncesi kısa vadede (5 gün) yatırım yapılırsa BFG’nin elde edilebileceği sonucuna ulaşmışlardır. Kaderli<sup>92</sup> yaptığı bir çalışmada, yapılan ihracat bağlantılarının ilgili firmaların hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini incelemiş ve bu çalışma sonucunda, inceleme kapsamındaki şirketlerin hisse senetlerinin fiyatlarının söz konusu haberdan olumlu yönde etkilendiğini ve çok kısa bir sürede hisse senetlerinden beklenenden farklı getiriler elde edildiğini ortaya koymuştur. Ayrıca bu beklenenden farklı getiriler zaman içinde gittikçe artmaya devam etmiştir. Aygören ve Uyar<sup>93</sup> yaptıkları çalışmada, Borsa İstanbul’da denetim görüşlerinin hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini araştırmışlar ve elde edilen bulgulara göre BFG’lerin elde edileceği sonucuna ulaşmışlardır. Kaderli ve Demir<sup>94</sup> tarafından yapılan çalışmada ise firmaların yatırım kararlarına ilişkin duyurularla bağlantılı olarak bu firmaların hisse senetlerinden yüksek oranda getiri sağlanabileceği tespit

---

<sup>88</sup> Halil Kıymaz, “Halka İlk Kez Arzedilen Hisse Senetlerinin Performansları”, **İşletme ve Finans Dergisi**, Sayı: 4, 1996, ss.119-143.

<sup>89</sup> Gökhan Özer ve Rahmi Yücel, “İMKB’de Hisse Senedi İhraç Tarihi Etrafındaki Anormal Fiyat Hareketleri:1990-1996 Dönemini Kapsayan Deneysel Bir Araştırma”, **Active Dergisi**, Sayı: 16, 2001, ss.1-15.

<sup>90</sup> Pınar Evrim Mandacı, “İMKB’de Genel Seçimler Öncesi ve Sonrasında Anormal Fiyat Hareketleri”, **İMKB Dergisi**, C:7 Sayı:27, 2003, ss.1-16.

<sup>91</sup> Nevin Yörük ve Ünsal Ban, “Şirket Birleşmelerinin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi: İMKB’de İşlem Gören Gıda Sektörü Şirketlerinde Birleşme Etkisinin Analizi”, **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, Sayı:30, 2006, ss.88-101.

<sup>92</sup> Yusuf Kaderli, “Yapılan İhracat Bağlantılarının İlgili Firmaların Hisse Senedi Getirisi Üzerindeki Etkisinin Olay Etüdü İle İncelenmesi”, **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, Sayı: 36, 2007, ss.144-154.

<sup>93</sup> Hakan Aygören ve Süleyman Uyar, “İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda Denetim Görüşlerinin Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisi”, **İMKB Dergisi**, C:9, Sayı:36, 1997, ss.31-51.

<sup>94</sup> Yusuf Kaderli ve Sezgin Demir, “Yatırım Kararı Duyurularının Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisinin Ölçülmesi: Olay Etüdü Yöntemi”, **Mali Çözüm Dergisi**, Sayı:91, 2009, ss.45-65.

edilmiştir. Çakır ve Gülcan<sup>95</sup>, olay çalışması yöntemi ile şirket birleşme ve devralma kararlarının hisse senedi getirileri üzerindeki etkisini incelemiştir.

Olay çalışmasında öncelikle olay olarak hangi konunun inceleneceğinin belirlenmesi gerekir. Bu bağlamda bu çalışmada ilk analiz edilecek konu: “Borsa İstanbul’da BIST Kurumsal Yönetim Endeksi’ne girişin hisse senetlerinin getiri oranları üzerindeki etkisinin araştırılması”dır.

Bu çerçevede 2007 yılından itibaren BIST Kurumsal Yönetim Endeksi’ne olan girişler inceleme kapsamına alınmıştır. BIST Kurumsal Yönetim Endeksi’ne dahil olma ile birlikte ilgili hisse senedi getiri oranlarından oluşacağı düşünülen getiri oranı reaksiyonları, BFG ve BFG’lerin toplamından elde edilen KBFG’lerin hesaplanması yoluyla araştırılmıştır. BIST Kurumsal Yönetim Endeksi’ne giriş ile BFG’lerin istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde sıfırdan farklı olup olmadığı analiz edilmektedir.

Bir hisse senedine ait BFG; söz konusu hisse senedini etkileyen bir olayın meydana gelmesinden sonra, olay günü de dahil olmak üzere olay günü öncesi ve sonrasındaki günlerden oluşan olay penceresi dahilinde gerçekleşen getiri oranı ile aynı zaman diliminde hisse senedinin beklenen veya tahmin edilen getiri oranı arasında oluşan farktır. Hisse senedine ait beklenen/tahmin edilen getiri oranı, olayın ( BIST Kurumsal Yönetim Endeksi’ne dahil olma) meydana gelmemiş olması durumunda gerçekleşeceği düşünülen getiri oranıdır. BFG’ler matematiksel olarak aşağıdaki gibi formüle edilebilir;<sup>96</sup>

$$BFG_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \quad (1)$$

Yukarıdaki denklemde yer alan  $BFG_{it}$ , i hisse senedi için t günündeki beklenenden farklı gerçekleşen getiriyi;  $R_{it}$ , i hisse senedinin t günündeki fiili getirisini;  $E[R_{it}]$  ise beklenen getiriyi göstermektedir.

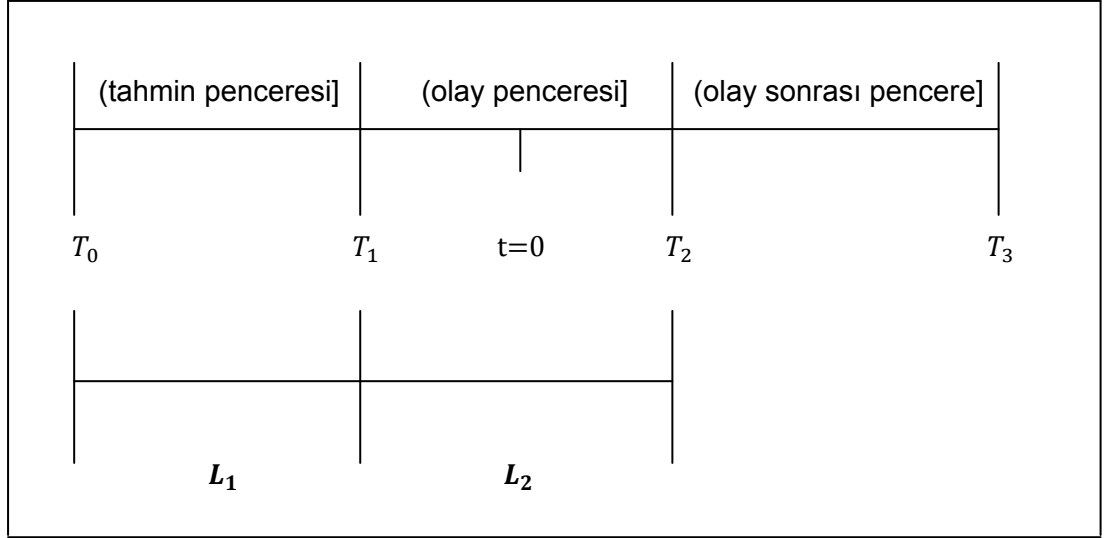
---

<sup>95</sup> Hafize Meder Çakır ve Zehra Gülcan, “Şirket Birleşme ve Devralma Kararlarının Hisse Senedi Getirilerine Etkisi”, **Mali Çözüm Dergisi**, Sayı: 113, 2012, ss.79-107.

<sup>96</sup> Jan Bartholdy, Dennis Olson ve Paula Peare, “Conducting Event Studies on a Small Stock Exchange”, **The European Journal of Finance**, C: 13, No: 3, 2006, ss.227-252.

Olay çalışması yöntemi dahilinde ölçümlenecek ve analiz edilecek BFG'ler ve KBFG'ler için yararlanılacak tahmin ve olay penceresini gösteren zaman çizelgesi Şekil 3'te sunulmaktadır.

**Şekil 3: Olay Çalışması Zaman Çizelgesi**



**Kaynak:** S. Padmavathy ve J. Ashok, "Merger Announcements and Stock Price Behavior: Empirical Evidence from Indian Stock Market", **International Research Journal of Finance and Economics**, No: 83, 2012, ss.153-160.

t=0 : Olay Günü

$T_1 < t \leq T_2$  : Olay Penceresi ( $t = T_1 + 1$  ile  $t = T_2$  arasındaki dönem)

$T_0 < t \leq T_1$  : Tahmin Penceresi ( $t = T_0 + 1$  ile  $t = T_1$  arasındaki dönem)

Bu bağlamda ;  $L_1 = T_1 - T_0$  ve  $L_2 = T_2 - T_1$  olarak ifade edilmektedir.

BFG'ler ve KBFG'ler ile ilgili oranlara ulaşmak için yapılacak beklenen getiri oranı  $E[R_{it}]$  hesaplamalarında faydalanılacak piyasa modeli Eşitlik 2'deki gibi olacaktır<sup>97</sup>;

$$R_{it} = a_i + b_i R_{mt} + e_{it} \quad E(e_{it} = 0) \quad Var(e_{it}) = \sigma_{e_i}^2 \quad (2)$$

$R_{it}$  : i firmasının hisse senedinin t günündeki getiri oranı,

$a_i$  : sabit terim (alfa),

<sup>97</sup> A.Craig Mackinlay, **a.g.e.**, s.18.

- $b_i$  : i firmasının hisse senedinin getiri oranının BIST 100 endeksinin getiri oranı ile ilişkisini gösteren katsayı (beta),
- $R_{mt}$  : Pazar portföyünün göstergesi olarak BIST 100 endeksinin t günündeki getiri oranı,
- $e_{it}$  : Hata terimi.

Piyasa modelinde yer alan parametrelerin hesaplanmasında ve tahmininde En Küçük Kareler yönteminden yararlanılmıştır.  $a_i$  ve  $b_i$  parametrelerinin tahmin dönemindeki gerçekleşen verilerle tahmin edilmesiyle hisse senetlerine ait beklenenden farklı getiri oranları hesaplanabilir.

Piyasa modeli denklemi dikkate alınırsa örneklem BFG'si aşağıdaki gibi hesaplanabilir;

$$\widehat{BFG}_{it} = R_{it} - (\widehat{a}_i + \widehat{b}_i R_{mt}) \quad (3)$$

$BFG_{it}$  : i firmasının hisse senedinin olay penceresi dahilindeki t gününde gerçekleşen beklenenden farklı getiri oranı ( $t = T_1 + 1, \dots, T_2$ )

BFG'ler olay penceresindeki pazar portföyü (BIST-100) getirilerine bağlı olarak sıfır koşullu ortalama ve  $\sigma_{BFG_{it}}^2$  koşullu varyans ile normal dağılım göstermektedirler.

$$\widehat{BFG}_{it} \sim N(0, \sigma_{(\widehat{BFG}_{it})}^2) \quad (4)$$

$$Var(\widehat{BFG}_{it}) = \sigma_{(\widehat{BFG}_{it})}^2 = \sigma_{e_i}^2 + \frac{1}{L_1} \left[ 1 + \frac{(R_{mt} - \widehat{\mu}_m)^2}{\widehat{\sigma}_m^2} \right] \quad (5)$$

Eşitlik (5) de görüldüğü gibi koşullu varyans iki bölümden meydana gelmektedir. İlk bölüm olan  $\sigma_{e_i}^2$  eşitlik (2) de gösterildiği gibi hata teriminin (veya kalıntı teriminin) varyansıdır. İkinci bölüm olan ilave varyans  $\frac{1}{L_1} \left[ 1 + \frac{(R_{mt} - \widehat{\mu}_m)^2}{\widehat{\sigma}_m^2} \right]$ ,  $a_i$  ve  $b_i$  değerlerindeki örneklem hatasından kaynaklanmaktadır. Hata terimleri gözlemlenen dönem dışındaki zamanda bağımsız şekilde dağılımlarına rağmen,

genel olarak tüm olay penceresi gözlemlerinde ortaya çıkan söz konusu örneklem hatası BFG'lerde serisel korelasyonu da ortaya çıkarmaktadır. Tahmin penceresinin ( $L_1$ ) uzunluğu arttıkça koşullu varyansın ikinci bölümü sıfıra doğru yaklaşmakta ve ilgili değerlerin örneklem hataları kaybolmaktadır. Böylece BFG'lerin varyansı sadece  $\sigma_{e_i}^2$  olmakta ve BFG'ler bağımsız dağılmaktadır. Uygulamada, tahmin penceresi döneminin koşullu varyansın ikinci bölümünü sıfıra yaklaştıracak şekilde uzun alınması neticesinde Eşitlik (6) oluşmaktadır<sup>98</sup>;

$$Var(\widehat{BFG}_{it}) = \sigma^2(\widehat{BFG}_{it}) = \sigma_{e_i}^2 \quad (6)$$

Olay çalışmalarında amaç, olayın gerçekleştiği tarihten önceki ve sonraki zamanlarda ortalama BFG ve KBFG hesaplanmasıdır. Tez çalışmasının konusu olan BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne girişin hisse senetlerinin getirilerine etkisinin olup olmadığı olayının araştırılmasının sonucunda genel bir çıkarıma varılabilmesi için gözlemlenen BFG'lerin her bir hisse senedi bazında ele alınmasından ziyade toplu olarak incelenmesi daha anlamlıdır. Çünkü o gün hisse senedine özgü başka bilgilerde BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne giriş döneminde piyasaya girmiş olabilir. Yatay kesit ortalama alınınca tüm hisse senetlerinin ortak özelliği BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne giriş olur ve bu durum analiz edilebilir. Bu nedenle BFG'lerin olay penceresi dahilinde yer alan her bir gün için gerçekleşen olay sayısına bağlı ortalamalarının alınarak toplu bir şekilde analizi gerçekleştirilecektir. Böylelikle olay penceresinde yer alan tek bir günde bir hisse senedinin olaydan başka bir nedenden dolayı sahip olabileceği aşırı getiri oranı, başka hisse senedinin aşırı getiri oranı ile ortalama alınmasıyla ortadan kalkar ve yalnızca olayın etkisi incelenebilir<sup>99</sup>;

Beklenenden farklı getirilerin (BFG) ortalaması aşağıdaki gibi hesaplanabilir,

$$\overline{BFG}_t = \sum_{i=1}^N (1/N) \widehat{BFG}_{it} \quad (7)$$

$N$  : İncelemeye alınan BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne giriş olayı sayısı,

<sup>98</sup> A.Craig Mackinlay, **a.g.e.**, ss.20-21.

<sup>99</sup> A.Craig Mackinlay, **a.g.e.**, s.24.



Eşitlik (7)'ye bağlı olarak hesaplanan varyans ise aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır<sup>100</sup>;

$$Var(\overline{BFG}_t) = 1/N^2 \sum_{i=1}^N \sigma^2 (\widehat{BFG}_{it}) \quad (8)$$

Olay penceresini oluşturan her bir t günündeki  $\overline{BFG}_t$ 'lerin anlamlılığının test edilmesinde faydalanılacak olan z kritik değerinin hesaplanması ise aşağıdaki gibidir,<sup>101</sup>

$$z \text{ kritik değeri} = \frac{\overline{BFG}_t}{\sqrt{\frac{Var(\overline{BFG}_t)}{N}}} \sim N(0,1) \quad (9)$$

Eşitlik 9'da yer alan  $\sqrt{\frac{Var(\overline{BFG}_t)}{N}}$  ifadesi örneklemin Standart Hatasını (SH) ifade etmektedir.

Hesaplanan z istatistiği ile test edilecek olan sıfır hipotezi BFG'lerin "0" değerinden farklı olmadığıdır. Buna göre çalışmadaki hipotezler aşağıdaki gibi belirlenebilir:

Sıfır Hipotezi;

$H_0 : BFG_t = 0$  ( BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne girişin şirketlerin hisse senedi getiri oranları üzerine etkisi olmamıştır)

Araştırma Hipotezi;

$H_1 : BFG_t \neq 0$  (BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne girişin şirketlerin hisse senedi getiri oranları üzerine etkisi olmuştur)

Olay penceresi çerçevesinde gözlemlenen BFG'lerin bir bütün olarak analiz edilmesi, KBFG'lerin hesaplanması ile gerçekleşmektedir. Bu hesaplama için Eşitlik (10) daki formülden yararlanılmaktadır.<sup>102</sup>

<sup>100</sup> Ana Paula Serra, "Event Study Tests: A Brief Survey", **Gestao Org-Revista Electronica de Gestao Organizacional**, C: 2, No: 3, 2004, ss.248-255.

<sup>101</sup> A.Craig Mackinlay, **a.g.e.**, s.24.

$$\widehat{KBFG}_i(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} \widehat{BFG}_{it} \quad \widehat{KBFG}_i(t_1, t_2) \sim N(0, \sigma_i^2(t_1, t_2)) \quad (10)$$

$\widehat{KBFG}_i(t_1, t_2)$  : i firmasının hisse senedinin  $t_1$  günü ile  $t_2$  günü arasındaki KBFG'lerin toplamı olup,  $t_1$  ve  $t_2$ ;  $T_1 < t_1 \leq t_2 \leq T_2$  şeklinde ifade edilmektedir.

KBFG'lerin varyansı ise aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır<sup>103</sup>;

$$Var \widehat{KBFG}_i(t_1, t_2) = \sigma_i^2(t_1, t_2) = (t_2 - t_1 + 1) \sigma_{e_i}^2 \quad (11)$$

Anlamlılık testinde faydalanılacak olan KBFG'lerin ortalamaları eşitlik (12)'deki gibi hesaplanmaktadır;

$$\overline{KBFG}(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} \overline{BFG}_t \quad (12)$$

KBFG'lerin ortalamalarının varyansı ise

$$Var(\overline{KBFG}(t_1, t_2)) = \sum_{t=t_1}^{t_2} Var(\overline{BFG}_t) \quad (13)$$

şeklinde hesaplanmakta olup, KBFG'lerin dağılımı aşağıdaki gibidir :

$$\overline{KBFG}(t_1, t_2) \sim N[0, Var(\overline{KBFG}(t_1, t_2))]$$

KBFG'ler için sınanacak hipotezler aşağıdaki gibi belirlenebilir:

Sıfır Hipotezi;

$H_0 : KBFG_t = 0$  ( BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne girişin şirketlerin hisse senedi getiri oranları üzerine etkisi olmamıştır)

Araştırma Hipotezi;

$H_1 : KBFG_t \neq 0$  (BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne girişin şirketlerin hisse senedi getiri oranları üzerine etkisi olmuştur)

<sup>102</sup> John J.Binder, "The Event Study Methodology Since 1969", **Review of Quantitative Finance and Accounting**, C:11, No:2, 1998, ss.111-137.

<sup>103</sup> A.Craig Mackinlay, **a.g.e.**, s.28.

Çalışmada yapılan bir başka analizde BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan şirketlerin olay tarihinden önceki ve sonraki zaman dilimleri arasında BFG'lerinde anlamlı bir farklılık olup olmadığı araştırılmıştır. Bunu,  $t_0 \pm i$ ,  $i$  gününden önceki ve sonraki getiriler olarak formüle edebiliriz. Bu analizde incelenecek olay tarihinden önceki ve sonraki zaman dilimleri aşağıdaki gibi belirlenmiştir;

$t_0 \pm 20$  : olay tarihinden önceki 20 gün ve sonraki 20 gün,

$t_0 \pm 10$  : olay tarihinden önceki 10 gün ve sonraki 10 gün,

$t_0 \pm 8$  : olay tarihinden önceki 8 gün ve sonraki 8 gün.

Bunun için eşleştirilmiş t testi yönteminden yararlanılmıştır. Eşleştirilmiş t testi iki ayrı grubun ortalamalarının karşılaştırılmasında kullanılan bir analiz yöntemidir. Bu yöntem, olay tarihini baz alarak bu tarihten kısa bir süre öncesinde ve sonrasında hisse senedi piyasasında ortalama getirilerden aşırı bir sapma olup olmadığını ölçmede kullanılır. Araştırmaya konu olan şirketlerin hisse senetlerinin getiri oranları için yapılacak olan analizde hesaplanacak tahmini değerler için kullanılacak "Tahmin Penceresi" için olay penceresi öncesindeki 240 günlük dönem dikkate alınmıştır. Elde edilen BFG'lere uygulanan eşleştirilmiş t testi sonuçları ve hesaplanan KBFG'ler Tablo16-18 ve Şekil 6-8' de gösterilmiştir.

### **3.2. ELDE EDİLEN BULGULAR VE DEĞERLENDİRME**

Tez çalışmasında, ilk olarak BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne giriş nedeniyle oluşması muhtemel BFG oranları ile KBFG oranları incelenmiş ve BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne girişin şirketlerin hisse senetlerinin performansı üzerindeki etkisi analiz edilmiştir. İkinci olarak BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan şirketlerin olay tarihinden önceki ve sonraki zaman dilimleri ( $t_0 \pm 20$ ,  $t_0 \pm 10$ ,  $t_0 \pm 8$ ) arasında BFG'lerinde anlamlı bir farklılık olup olmadığı analiz edilmiştir. Yapılan analizlerden elde edilen bulgular aşağıda açıklanmıştır.

### 3.2.1. Olay Çalışmasından Elde Edilen Bulgular

Türkiye’de kurumsal yönetim uygulamaları 2003 yılından itibaren başlamıştır. 2007 Ağustos ayında ise yeterli kurumsal yönetim derecesini alan firma sayısının 5’e ulaşması ile birlikte Borsa İstanbul bünyesinde BIST Kurumsal Yönetim Endeksi hesaplanmaya başlanmıştır. BIST Kurumsal Yönetim Endeksi, kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan şirketlerin dahil edildiği endekstir. BIST Kurumsal Yönetim Endeksi’nin amacı payları Borsa İstanbul’da işlem gören ve kurumsal yönetim ilkelerine uyum notu 10 üzerinden en az 7 olan şirketlerin fiyat ve getiri performansının ölçülmesidir. Kurumsal yönetim ilkelerine uyum notu, SPK tarafından belirlenmiş derecelendirme kuruluşları listesinde bulunan derecelendirme kuruluşları tarafından, şirketin tüm kurumsal yönetim ilkelerine bir bütün olarak uyumuna ilişkin yapılan değerlendirme sonucunda verilmektedir. Bu çalışmada yapılan ilk analizde BIST Kurumsal Yönetim Endeksi’nde yer alan şirketlerin BIST Kurumsal Yönetim Endeksi’nde yer almalarının söz konusu şirketlerin hisse senedi getirilerine olan etkileri, olay çalışması yöntemi ile incelenmiştir. Borsa İstanbul’da BIST Kurumsal Yönetim Endeksi’ne dahil olan 46 şirket bulunmaktadır. Bunlar Tablo 13’te gösterilmektedir. Söz konusu şirketlere ait günlük veriler ve şirketlerin endekse dahil oldukları tarihler Borsa İstanbul’un [www.kap.gov.tr](http://www.kap.gov.tr) ve [www.imkb.gov.tr/AccessToInformation/InformationRequest.aspx](http://www.imkb.gov.tr/AccessToInformation/InformationRequest.aspx)’den temin edilmiştir. Olay çalışması yöntemi dahilinde yapılacak çalışmada şirketlerin BIST Kurumsal Yönetim Endeksi’ne dahil oldukları tarih “Olay Günü” (Şekil 3’te gösterildiği şekilde  $t = 0$  veya  $t_0$  olarak ifade edilen gün) kabul edilecektir. “Olay Penceresi” dönemi (Şekil 3’te gösterildiği şekilde  $t = T_1 + 1$  ile  $t = T_2$  arasındaki zaman dilimi veya  $L_2$  olarak ifade edilmektedir) olay gününden 20 gün önceki ve 20 gün sonraki ( $t_0 \pm 20$ ) günleri kapsayacak şekilde oluşturulacaktır. Olay penceresinin 41 günlük dönemden meydana gelmesinin amacı BIST Kurumsal Yönetim Endeksi’ne girişin öncesi ve sonrasındaki dönemlerde hisse senedi getiri oranlarının ne şekilde etkilendiğinin gözlemlenmesidir. Olay penceresi döneminin kısa tutulmasının nedeni, getirilerin olaya duyarlılığını daha sağlıklı bir şekilde ölçebilmektir. Çünkü dönem uzadıkça borsayı etkileyebilecek diğer haberlerin de ilgili hisse senetlerinin getirileri üzerinde etkili olabileceği varsayılmaktadır. Olay penceresinin uzun seçilmesi istatistiksel olarak çalışmanın gücünü azaltabilmekte ve olayın anlamlılığı konusunda yanlış

değerlendirmelere neden olabilmektedir. Olay penceresinin kısa seçilmesi olayın önemli etkilerini daha net olarak yansıtabilir.

Söz konusu şirketlerin hisse senetlerinin getiri oranları için yapılacak olan analizde hesaplanacak tahmini değerler için kullanılacak “Tahmin Penceresi” olay penceresi öncesindeki 120 ve 240 günlük dönemler (Şekil 3’te gösterildiği şekilde  $t = T_0 + 1$  ile  $t = T_1$  arasındaki zaman dilimi veya  $L_1$  olarak gösterilmektedir) olarak dikkate alınacaktır. Yukarıdaki eşitliklerde belirtilen parametreler dikkate alınarak elde edilecek BFG’ler ve KBFG’lerin (Bkz. Tablo 14 ve Tablo 15) 0’dan farklılığı istatistiksel olarak test edilecektir. Bunun neticesinde BIST Kurumsal Yönetim Endeksi’ne girişin şirketlerin hisse senetlerinin getiri oranları üzerinde etkisinin olup olmadığı tespit edilmeye çalışılacaktır.

**Tablo 13: Uygulama Kapsamındaki Şirketler**

	<b>KOD</b>	<b>ŞİRKET ADI</b>	<b>ENDEKSE DAHİL OLDUĞU TARİH</b>
1	<b>AEFES</b>	ANADOLU EFES	17.06.2008
2	<b>AKBNK</b>	AKBANK	04.11.2013
3	<b>ALBRK</b>	ALBARAKA TÜRK	22.10.2010
4	<b>ARCLK</b>	ARÇELİK	31.07.2009
5	<b>ASELS</b>	ASELSAN	14.12.2012
6	<b>ASYAB</b>	ASYA KATILIM BANKASI	07.07.2008
7	<b>AYGAZ</b>	AYGAZ	01.07.2010
8	<b>BOYNR</b>	BOYNER MAĞAZACILIK	11.12.2012
9	<b>CCOLA</b>	COCA COLA İÇECEK	02.07.2009
10	<b>CRDFA</b>	CREDITWEST FACTORİNG	25.06.2013
11	<b>DOAS</b>	DOĞUŞ OTOMOTİV	02.03.2011
12	<b>DOHOL</b>	DOĞAN HOLDİNG	04.11.2009
13	<b>DYHOL</b>	DOĞAN YAYIN HOL.	31.08.2007
14	<b>EGCYH</b>	EGELİ&CO. YATIRIM HOLDİNG	05.12.2011
15	<b>ENKAI</b>	ENKA İNŞAAT	28.11.2012

**Tablo 13: Uygulama Kapsamındaki Şirketler (Devamı)**

16	<b>GARFA</b>	GARANTİ FAKTORİNG	24.08.2012
17	<b>GLYHO</b>	GLOBAL YAT. HOLDİNG	29.12.2011
18	<b>GRNYO</b>	GARANTİ YAT. ORT.	22.01.2013
19	<b>HALKB</b>	T.HALK BANKASI	20.12.2011
20	<b>HURGZ</b>	HÜRRİYET GZT.	26.09.2007
21	<b>IHEVA</b>	İHLAS EV ALETLERİ	29.12.2010
22	<b>IHLAS</b>	İHLAS HOLDİNG	29.12.2010
23	<b>ISFIN</b>	İŞ FİN.KİR.	29.12.2009
24	<b>ISGYO</b>	İŞ GMYO	28.12.2012
25	<b>ISMEN</b>	İŞ Y. MEN. DEĞ.	26.12.2011
26	<b>LOGO</b>	LOGO YAZILIM	23.12.2009
27	<b>OTKAR</b>	OTOKAR	21.03.2008
28	<b>PETKM</b>	PETKİM	06.11.2009
29	<b>PETUN</b>	PINAR ET VE UN	10.12.2012
30	<b>PINSU</b>	PINAR SU	05.12.2013
31	<b>PNSUT</b>	PINAR SÜT	25.11.2011
32	<b>PRKAB</b>	PRYSMIAN KABLO	30.12.2009
33	<b>PRKME</b>	PARK ELEK. MADENCİLİK	10.06.2010
34	<b>SKBNK</b>	ŞEKERBANK	04.03.2008
35	<b>TAVHL</b>	TAV HAVA LİMANLARI	07.09.2009
36	<b>TOASO</b>	TOFAŞ OTO. FAB.	31.08.2007
37	<b>TRCAS</b>	TURCAS PETROL	15.03.2010
38	<b>TSKB</b>	T.S.K.B.	21.10.2009
39	<b>TTKOM</b>	TÜRK TELEKOM	30.12.2009
40	<b>TTRAK</b>	TÜRK TRAKTÖR	31.08.2007
41	<b>TUPRS</b>	TÜPRAŞ	09.10.2007
42	<b>VESTL</b>	VESTEL	31.08.2007
43	<b>VKBYO</b>	VAKIF B TİPİ YAT.ORT.	29.01.2009
44	<b>YAZIC</b>	YAZICILAR HOLDING	09.11.2010
45	<b>YGYO</b>	YEŞİL GMYO	31.08.2007
46	<b>YKBNK</b>	YAPI VE KREDİ BANK.	30.12.2008

**Tablo 14: BFG ve KBFG Değerleri ve Anlamlılık Düzeyleri**

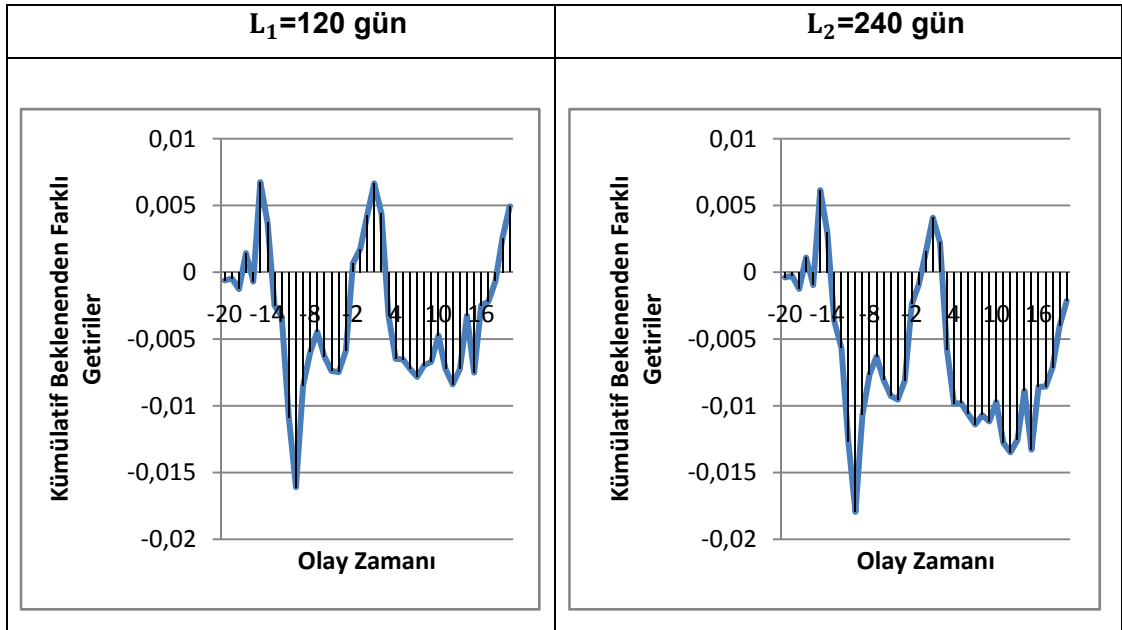
T	$L_1 = 120$		$L_1 = 240$	
	BFG	KBFG	BFG	KBFG
$t_{-20}$	-0,0006	-0,0006	-0,0004	-0,0004
$t_{-19}$	0,0001	-0,0005	0,0001	-0,0003
$t_{-18}$	-0,0008	-0,0013	-0,0010	-0,0012
$t_{-17}$	0,0027	0,0014	0,0024	0,0011
$t_{-16}$	-0,0021	-0,0007	-0,0021	-0,0010
$t_{-15}$	0,0074***	0,0068	0,0071**	0,0062
$t_{-14}$	-0,0030	0,0037	-0,0031	0,0030
$t_{-13}$	-0,0062**	-0,0025	-0,0067*	-0,0037
$t_{-12}$	-0,0008	-0,0033	-0,0020	-0,0057
$t_{-11}$	-0,0075**	-0,0108	-0,0071*	-0,0127
$t_{-10}$	-0,0052	-0,0161	-0,0052	-0,0179
$t_{-9}$	0,0076**	-0,0085	0,0073*	-0,0107
$t_{-8}$	0,0025	-0,0060	0,0030	-0,0077
$t_{-7}$	0,0015	-0,0045	0,0013	-0,0063
$t_{-6}$	-0,0018	-0,0063	-0,0018	-0,0081
$t_{-5}$	-0,0011	-0,0074	-0,0012	-0,0093
$t_{-4}$	-0,0001	-0,0075	-0,0003	-0,0095
$t_{-3}$	0,0016	-0,0059	0,0014	-0,0081
$t_{-2}$	0,0065**	0,0007	0,0057*	-0,0024
$t_{-1}$	0,0011	0,0017	0,0015	-0,0009
$t_0$	0,0025	0,0043	0,0025	0,0015
$t_1$	0,0024	0,0067	0,0026	0,0041
$t_2$	-0,0022	0,0044	-0,0019	0,0022
$t_3$	-0,0077**	-0,0032	-0,0080*	-0,0058
$t_4$	-0,0032	-0,0065	-0,0040**	-0,0098
$t_5$	0,0000	-0,0065	0,0000	-0,0098
$t_6$	-0,0007	-0,0072	-0,0008	-0,0106
$t_7$	-0,0006	-0,0078	-0,0008	-0,0114

**Tablo 14: BFG ve KBFG Değerleri ve Anlamlılık Düzeyleri (Devamı)**

$t_8$	0,0009	-0,0070	0,0007	-0,0107
$t_9$	0,0003	-0,0067	-0,0005	-0,0112
$t_{10}$	0,0020	-0,0047	0,0015	-0,0097
$t_{11}$	-0,0025	-0,0072	-0,0031	-0,0128
$t_{12}$	-0,0012	-0,0084	-0,0007	-0,0135
$t_{13}$	0,0012	-0,0072	0,0009	-0,0126
$t_{14}$	0,0040	-0,0033	0,0037***	-0,0089
$t_{15}$	-0,0042	-0,0075	-0,0044**	-0,0133
$t_{16}$	0,0050	-0,0025	0,0047**	-0,0086
$t_{17}$	0,0003	-0,0022	0,0000	-0,0086
$t_{18}$	0,0015	-0,0007	0,0015	-0,0071
$t_{19}$	0,0032	0,0026	0,0031	-0,0040
$t_{20}$	0,0024	0,0049	0,0018	-0,0022

\*: %1 düzeyinde anlamlı    \*\*: %5 düzeyinde anlamlı    \*\*\*: %10 düzeyinde anlamlı

**Şekil 4: Kümülatif Beklenenden Farklı Getirilerin Olay Tarihinine Duyarlılığı**





Tablo 14'ten izlenebileceği gibi olay penceresi dahilinde hesaplanan BFG'ler ve KCFG'ler incelendiğinde, tahmin penceresinin uzunluğunun 120 gün olduğu analizde hesaplanan BFG'lerin,  $t_{-15}$ ,  $t_{-13}$ ,  $t_{-11}$ ,  $t_{-9}$ ,  $t_{-2}$  ve  $t_3$  günlerinde istatistiksel olarak anlamlılık göstermesi dolayısıyla bu günlerde “ $H_0 =$  BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne girişin etkisi olmamıştır” Sıfır Hipotezi'nin reddedilebilmesi söz konusudur. BFG'ler  $t_{-15}$  gününde 0,1 düzeyinde anlamlı bulunurken,  $t_{-13}$ ,  $t_{-11}$ ,  $t_{-9}$ ,  $t_{-2}$  ve  $t_3$  günlerinde 0,05 düzeyinde daha kuvvetli bir anlamlılık göstermektedir. Buna karşın KCFG'lerin istatistiksel olarak anlamlı olduğu söylenemez. BFG'lerin olay günü öncesi istatistiksel anlamlılığa sahip olmaları bilgisel etkinsizliğin varlığının olduğu konusunda bir işaret olarak yorumlanabilmektedir. Bu durum, endeks kapsamında yer alan şirketlerin BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne dahil edilmelerinden önce bu bilginin sinyallerinin ortaya çıktığını, bunun şirketlerin ekonomik faaliyetlerinin sonuçlarını olumlu yönde etkilemesi, bu sonuçların etkin piyasa koşulunun sağlanmasıyla hisse senedi fiyatlarına yansması ile birlikte yatırımcılar tarafından dikkate alındığını ve söz konusu şirketlere yatırımcıların olumlu tepkiler verdiğini gösterebilir. Bu olumlu tepkilerin BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne girişin gerçekleştiği günden sonraki 3. güne kadar devam ettiği görülmektedir.

Tahmin Penceresi'nin uzunluğunun 240 gün olduğu analizde hesaplanan BFG'lerin  $t_{-15}$ ,  $t_{-13}$ ,  $t_{-11}$ ,  $t_{-9}$ ,  $t_{-2}$ ,  $t_3$ ,  $t_4$ ,  $t_{14}$ ,  $t_{15}$  ve  $t_{16}$  günlerinde istatistiksel olarak anlamlılık göstermesi dolayısıyla bu günlerde Sıfır Hipotezi'nin reddedilebilmesi söz konusudur. BFG'ler  $t_{14}$  gününde 0,1 düzeyinde anlamlı bulunurken,  $t_{-15}$ ,  $t_4$ ,  $t_{15}$  ve  $t_{16}$  günlerinde 0,05 düzeyinde anlamlı bulunmuş,  $t_{-13}$ ,  $t_{-11}$ ,  $t_{-9}$ ,  $t_{-2}$  ve  $t_3$  günlerinde ise 0,01 düzeyinde daha kuvvetli bir anlamlılık göstermektedir. BFG'lerin olay günü öncesi istatistiksel anlamlılığa sahip olmaları bilgisel etkinsizliğin varlığının olduğunu göstermektedir. Bu durum, endeks kapsamında yer alan şirketlerin BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne dahil edileceklerine dair bilginin sinyallerinin ortaya çıktığını, bunun şirketlerin ekonomik faaliyetlerinin sonuçlarını olumlu yönde etkilemesi, bu sonuçların etkin piyasa koşulunun sağlanmasıyla hisse senedi fiyatlarına yansması ile birlikte yatırımcılar tarafından dikkate alındığını ve söz konusu şirketlere yatırımcıların olumlu tepkiler verdiğini gösterebilir. Bu olumlu tepkilerin BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne girişin gerçekleştiği günden sonraki 4. güne kadar devam ettiği görülmektedir. BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne girişin

gerçekleştiği günden sonraki 14., 15. ve 16. günlerde de istatistiksel anlamlılık görülmektedir.

KBFG'ler ise istatistiksel anlamlılığa sahip değildir. Ancak, Şekil 4 incelendiğinde BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan şirketlerin KBFG'lerinin olay tarihinden 20 gün önce ve 20 gün sonraki zaman dilimi içinde dalgalanmalar gösterdiği görülmektedir. KBFG'ler, olay tarihinden önceki 10.günden itibaren yükselişe geçmiş (bu durum bilgisel etkinsizliğe işaret olarak yorumlanabilmektedir), bu yükseliş 7.güne kadar devam etmiş sonraki birkaç gün düşüş gerçekleşse de 4.günden itibaren tekrar yükselişe geçmiş ve bu yükseliş olay tarihinden sonraki 1.güne kadar devam etmiştir. Buna göre, BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan şirketlerin BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne dahil oldukları tarihlerin kamuya duyurulmasından önce yapılacak yatırımlarda söz konusu şirketlere ait hisse senetlerinden anormal getirilerin elde edilebileceğine dair bulgulara ulaşılmıştır. Diğer bir ifadeyle elde edilen sonuçlar, şirketlerin BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne girişine yatırımcıların olumlu tepki verdiğini ve kısa vadede yüksek getiriler elde edebileceklerini gösterebilir. BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne giriş sinyallerinin alınmasıyla birlikte hisse senedi alan yatırımcılar, endekse girişin gerçekleştiği birinci günden sonra ellerindeki hisse senetlerini satarak kazanç elde etmeye başlarlar. Bu durum bize BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne girişin olumlu etkisinin kısa bir dönem aralığı içerisinde gerçekleşip kaybolduğunu göstermektedir.

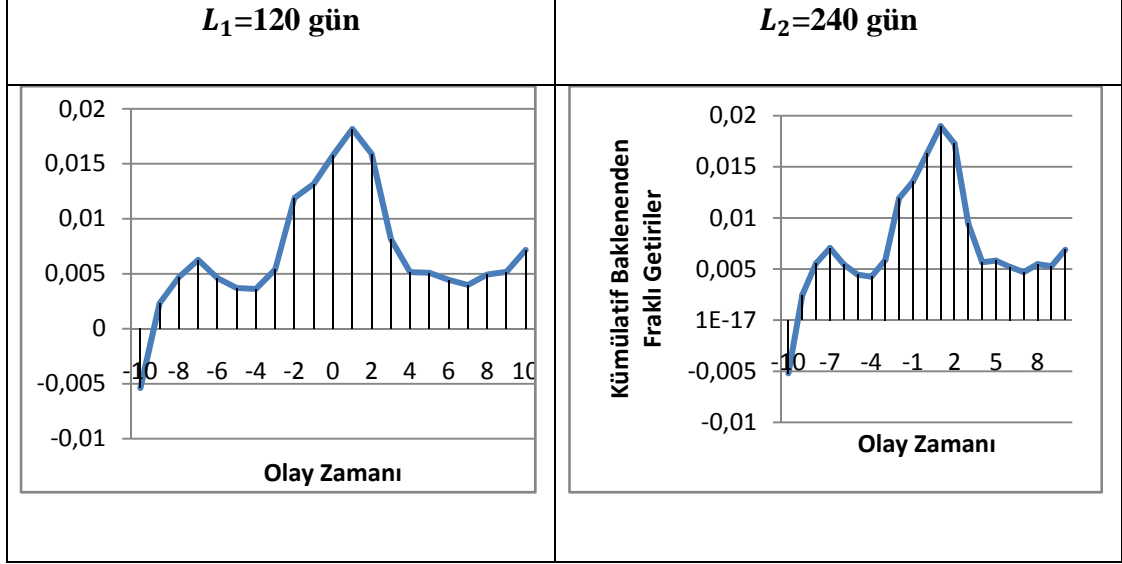
Çalışmada, BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne girişin öncesi ve sonrasındaki dönemlerde şirketlerin hisse senedi getiri oranlarının ne şekilde etkilendiğini daha yakından analiz etmek için olay penceresi daraltılarak "Olay Penceresi" dönemi (Şekil 3'te gösterildiği şekilde  $t = T_1 + 1$  ile  $t = T_2$  arasındaki zaman dilimi veya  $L_2$  olarak ifade edilmektedir) olay gününden 10 gün önceki ve 10 gün sonraki ( $T_0 \pm 10$ ) günlerini kapsayacak şekilde oluşturulmuş ve bu dönem aralığı için de analiz yapılmıştır. Söz konusu şirketlerin hisse senetlerinin getiri oranları için yapılacak olan analizde hesaplanacak tahmini değerler için kullanılacak "Tahmin Penceresi" Olay Penceresi öncesindeki 120 ve 240 günlük dönemler (Şekil 3'te gösterildiği şekilde  $t = T_0 + 1$  ile  $t = T_1$  arasındaki zaman dilimi veya  $L_1$  olarak gösterilmektedir) olarak dikkate alınmıştır. Elde edilen BFG'ler ve KBFG'ler ve anlamlılık düzeyleri Tablo 15'te gösterilmiştir.

**Tablo 15: BFG ve KBFG Değerleri ve Anlamlılık Düzeyleri**

T	$L_1=120$		$L_1 = 240$	
	BFG	KBFG	BFG	KBFG
$t_{-10}$	-0,0054	-0,0054	-0,0052	-0,0052
$t_{-9}$	0,0077**	0,0023	0,0076*	0,0024
$t_{-8}$	0,0024	0,0047	0,0031	0,0056
$t_{-7}$	0,0016	0,0063	0,0015	0,0071
$t_{-6}$	-0,0017	0,0046	-0,0016	0,0055
$t_{-5}$	-0,0009	0,0037	-0,0010	0,0044
$t_{-4}$	-0,0000	0,0036	-0,0002	0,0043
$t_{-3}$	0,0018	0,0054	0,0016	0,0059
$t_{-2}$	0,0065**	0,0119	0,0060*	0,0119
$t_{-1}$	0,0013	0,0132	0,0016	0,0136
$t_0$	0,0026	0,0158	0,0027	0,0163
$t_1$	0,0024	0,0182	0,0027	0,0190
$t_2$	-0,0023	0,0159	-0,0017	0,0173
$t_3$	-0,0078**	0,0082	-0,0078*	0,0094
$t_4$	-0,0030	0,0051	-0,0038***	0,0057
$t_5$	-0,0000	0,0051	0,0002	0,0058
$t_6$	-0,0006	0,0044	-0,0006	0,0052
$t_7$	-0,0005	0,0040	-0,0005	0,0047
$t_8$	0,0009	0,0049	0,0008	0,0055
$t_9$	0,0002	0,0052	-0,0002	0,0053
$t_{10}$	0,0020	0,0072	0,0016	0,0069

\*%1 düzeyinde anlamlı \*\*%5 düzeyinde anlamlı \*\*\*%10 düzeyinde anlamlı

**Şekil 5: Kümülatif Beklenenden Farklı Getirilerin Olay Tarihinde Duyarlılığı**



Tablo 15'ten izlenebileceği gibi olay penceresi dahilinde hesaplanan BFG'ler ve KBFG'ler incelendiğinde, tahmin penceresinin uzunluğunun 120 gün olduğu analizde hesaplanan BFG'lerin  $t_{-9}$ ,  $t_{-2}$  ve  $t_3$  günlerinde istatistiksel olarak anlamlılık göstermesi dolayısıyla bu günlerde " $H_0 =$  BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne girişin etkisi olmamıştır" Sıfır Hipotezi'nin reddedilebilmesi söz konusudur. BFG'ler bu üç günde 0,05 düzeyinde anlamlılık göstermektedir. Buna karşın KBFG'lerin istatistiksel olarak anlamlı olduğu söylenemez. BFG'lerin olay günü öncesi istatistiksel anlamlılığa sahip olmaları bilgisel etkinsizliğin varlığının olduğu konusunda bir işaret olarak yorumlanabilmektedir. Bu durum, endeks kapsamında yer alan şirketlerin BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne dahil edilmelerinden önce bu bilginin sinyallerinin ortaya çıktığını, bunun şirketlerin ekonomik faaliyetlerinin sonuçlarını olumlu yönde etkilemesi, bu sonuçların etkin piyasa koşulunun sağlanmasıyla hisse senedi fiyatlarına yansımaları ile birlikte yatırımcılar tarafından dikkate alındığını ve söz konusu şirketlere yatırımcıların olumlu tepkiler verdiğini gösterebilir. Bu olumlu tepkilerin Kurumsal Yönetim Endeksi'ne girişin gerçekleştiği günden sonraki 3. güne kadar devam ettiği görülmektedir. BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne giriş sinyallerinin alınmasıyla birlikte hisse senedi alan yatırımcılar, endekse girişin gerçekleştiği birinci günden sonra ellerindeki hisse senetlerini satarak kazanç elde etmeye başlarlar. Bu durum bize BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne girişin olumlu etkisinin kısa bir dönem aralığı içerisinde gerçekleşip kaybolduğunu göstermektedir.

Tahmin penceresinin uzunluğunun 240 gün olduğu analizde hesaplanan BFG'lerin  $t_{-9}$ ,  $t_{-2}$ ,  $t_3$  ve  $t_4$  günlerinde istatistiksel olarak anlamlılık göstermesi dolayısıyla bu günlerde Sıfır Hipotezi'nin reddedilebilmesi söz konusudur. BFG'ler  $t_4$  gününde 0,1 düzeyinde anlamlı bulunurken,  $t_{-9}$ ,  $t_{-2}$  ve  $t_3$  günlerinde ise 0,01 düzeyinde daha kuvvetli bir anlamlılık göstermektedir. Tahmin penceresinin uzunluğu arttıkça sıfır hipotezinin reddedildiği günlerde BFG'ler daha kuvvetli anlamlılık göstermektedir. BFG'lerin olay günü öncesi istatistiksel anlamlılığa sahip olmaları bilgisel etkinsizliğin varlığının olduğunu göstermektedir. Bu durum, endeks kapsamında yer alan şirketlerin BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne dahil edileceklerine dair bilginin sinyallerinin ortaya çıktığını, bunun şirketlerin ekonomik faaliyetlerinin sonuçlarını olumlu yönde etkilediğini, bu sonuçların etkin piyasa koşulunun sağlanmasıyla hisse senedi fiyatlarına yansımaları ile birlikte yatırımcılar tarafından dikkate alındığını ve söz konusu şirketlere yatırımcıların olumlu tepkiler verdiğini gösterebilir. Bu olumlu tepkilerin BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne girişin gerçekleştiği günden sonraki 4. güne kadar devam ettiği görülmektedir.

KBFG'ler ise istatistiksel anlamlılığa sahip değildir. Ancak, Şekil 5 incelendiğinde BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan şirketlerin KBFG'lerinin olay tarihinden 10 gün önce ve 10 gün sonraki zaman dilimi içinde dalgalanmalar gösterdiği görülmektedir. KBFG'ler, olay tarihinden önceki 10.günden itibaren yükselişe geçmiş (bu durum bilgisel etkinsizliğe işaret olarak yorumlanabilmektedir), bu yükseliş 7.güne kadar devam etmiş sonraki birkaç gün düşüş gerçekleşse de 4.günden itibaren tekrar yükselişe geçmiş ve bu yükseliş olay tarihinden sonraki 1.güne kadar devam etmiştir. Buna göre, BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan şirketlerin BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne dahil edileceklerine dair bilginin sinyallerinin ortaya çıktığına ve bilginin fiyatlara yansiyabileceğine dair bulgulara ulaşılmıştır. Diğer bir ifadeyle elde edilen sonuçlar, şirketlerin BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne girişine yatırımcıların olumlu tepki verdiğini ve kısa vadede yüksek getiriler elde ettiklerini göstermektedir. Şekil 5'ten görüldüğü üzere olay penceresi dönemini daha kısa tuttuğumuzda BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne girişin olumlu etkileri daha net bir şekilde ortaya çıkmaktadır.,

Yukarıdaki sonuçlar göstermektedir ki olay penceresi döneminin  $\pm 20$  gün ve  $\pm 10$  gün tutulduğu her iki çalışmada da KBFG'lerin olay tarihinden önce yükselişe

geçtiği ve olay tarihinden kısa bir süre sonrasında kadar bu yükselişin devam ettiği görülmektedir. Bu durum, BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne dahil olmadan önce bu bilginin sinyallerinin ortaya çıktığını ve yatırımcıların bu bilgiden yararlanarak kısa sürede hisse senedi fiyatındaki artıştan kazanç sağladığını ve daha sonra bu kazançları portföylerindeki ilgili hisse senetlerini satarak realize ettiklerini gösterebilir.

### 3.2.2. Kurumsal Yönetim Endeksi'ne Giriş Öncesi İle Giriş Sonrası Dönemdeki Getiri Oranlarının Farklılığının Testinden Elde Edilen Bulgular

Çalışmada yapılan bir diğer analizde BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan şirketlerin olay tarihinden önceki ve sonraki zaman dilimleri ( $t_0 \pm 20$ ,  $t_0 \pm 10$ ,  $t_0 \pm 8$ ) arasında BFG'lerinde anlamlı bir farklılık olup olmadığı araştırılmıştır. Elde edilen BFG'lere uygulanan eşleştirilmiş t testi sonuçları ve hesaplanan KGBF'ler aşağıdaki tablo ve şekillerde gösterilmiştir.

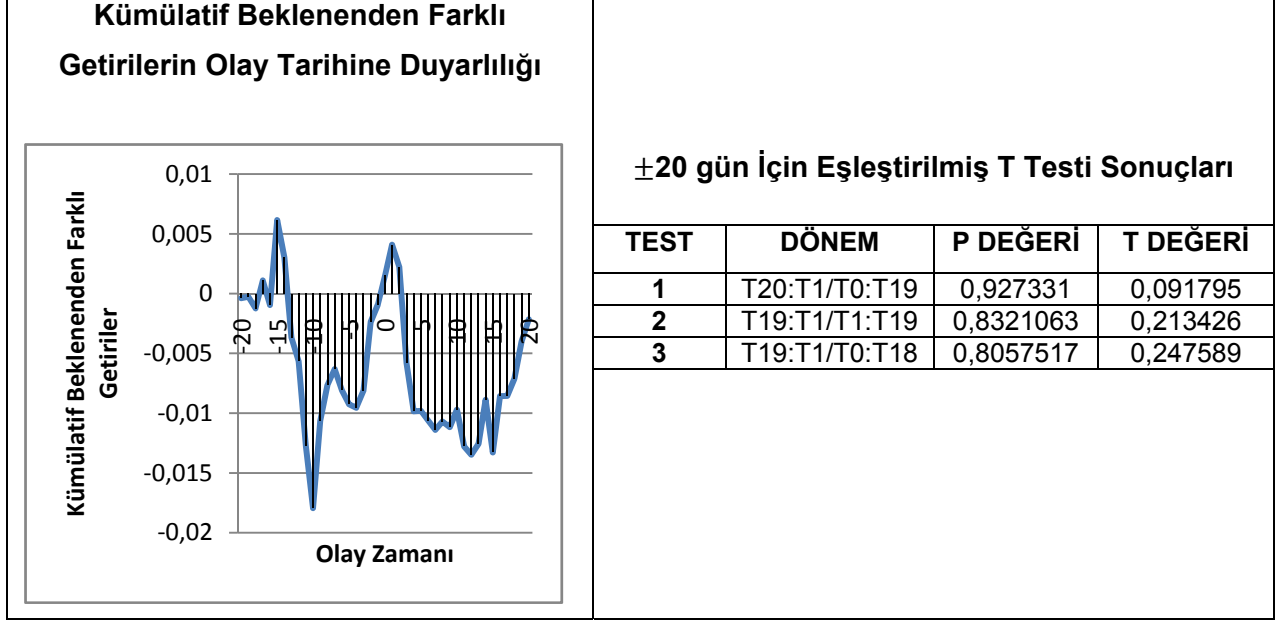
**Tablo 16: XKURY Endeksi'ne Dahil Şirketlerin BFG ve KGBF'leri (Olay Tarihinden 20 Gün Öncesi ve 20 Gün Sonrası İçin)**

T	BFG	KGBF
$t_{-20}$	-0,0004	-0,0004
$t_{-19}$	0,0001	-0,0002
$t_{-18}$	-0,0010	-0,0012
$t_{-17}$	0,0024	0,0011
$t_{-16}$	-0,0021	-0,0010
$t_{-15}$	0,0071	0,0062
$t_{-14}$	-0,0031	0,0030
$t_{-13}$	-0,0067	-0,0037
$t_{-12}$	-0,0020	-0,0057
$t_{-11}$	-0,0071	-0,0127
$t_{-10}$	-0,0052	-0,0179
$t_{-9}$	0,0073	-0,0107

**Tablo 17: XKURY Endeksi'ne Dahil Şirketlerin BFG ve KBFG'leri (Olay Tarihinden 20 Gün Öncesi ve 20 Gün Sonrası İçin) (Devamı)**

$t_{-8}$	0,0030	-0,0077
$t_{-7}$	0,0013	-0,0063
$t_{-6}$	-0,0018	-0,0081
$t_{-5}$	-0,0012	-0,0093
$t_{-4}$	-0,0003	-0,0095
$t_{-3}$	0,0014	-0,0081
$t_{-2}$	0,0057	-0,0024
$t_{-1}$	0,0015	-0,0009
$t_0$	0,0025	0,0015
$t_1$	0,0026	0,0041
$t_2$	-0,0019	0,0022
$t_3$	-0,0080	-0,0059
$t_4$	-0,0040	-0,0098
$t_5$	0,0000	-0,0098
$t_6$	-0,0008	-0,0106
$t_7$	-0,0008	-0,0114
$t_8$	0,0007	-0,0107
$t_9$	-0,0005	-0,0112
$t_{10}$	0,0015	-0,0097
$t_{11}$	-0,0031	-0,0128
$t_{12}$	-0,0007	-0,0135
$t_{13}$	0,0010	-0,0126
$t_{14}$	0,0037	-0,0089
$t_{15}$	-0,0044	-0,0133
$t_{16}$	0,0047	-0,0086
$t_{17}$	0,0000	-0,0086
$t_{18}$	0,0015	-0,0071
$t_{19}$	0,0031	-0,0040
$t_{20}$	0,0018	-0,0022

**Şekil 6: Kümülatif Beklenenden Farklı Getirilerin Olay Tarihinin Duyarlılığı ve Eşleştirilmiş T Testi Sonuçları**



BFG'lere olay tarihi etrafında çeşitli dönem aralıkları için uygulanan eşleştirilmiş t testi yöntemi göstermektedir ki BFG'ler, BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne giriş öncesi ve sonrası istatistiksel olarak farklı değildir. KBF'leri incelediğimizde şekil 6 göstermektedir ki BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne girişin BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan şirketlerin hisse senedi getirileri olay zamanından önceki 10. günden itibaren artmaya başlıyor 7. günden itibaren kısa süreli bir düşüş gösterdikten sonra 4. günden itibaren tekrar yükselişe geçiyor ve bu yükseliş olay zamanından sonraki 1. güne kadar devam ediyor ve 3. günden sonra negatife dönüyor. Negatife dönüşmesinin nedeni, bilinçli yatırımcıların düşüş trendi beklentileri ve karlarını realize etmek amacıyla ellerindeki hisse senetlerini satmaya başlamaları ve fiyatların bu aşamada düşmeye başlaması olabilir. KBF'lerin olay zamanından önce yükselmeye başlamasının nedeni, BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne giriş haberinin önceden sinyallerinin ortaya çıkmasıyla birlikte etkisinin fiyatlara olumlu yansımaya başlaması olabilir. Ancak bu olumlu etki BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne dahil olmadan hemen birkaç gün önce ve dahil olduktan sonraki bir gün ortaya çıkıp kaybolduğu için, sonraki günlerde kaybolan etki giriş öncesi 20 gün ile giriş sonrası 20 günün BFG'lerinin farklılığı test edildiğinde giriş anındaki



farklılığı görmemize engel olabiliyor. Grafik incelendiğinde t testlerinin anlamlı çıkmamasının nedeninin BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne giriş etkisinin çok kısa bir sürede ortaya çıkıp kaybolması olduğu görülebilmektedir. Olay penceresi dönemini genişletip baktığımızda olay gününden öncesi ve sonrası arasındaki farkın ortadan kalktığı, etkisiz olan günlerin örnekleme girmesiyle BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne giriş etkisinin gölgelendiği söylenebilir. Bu nedenle bu çalışmada BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne giriş günü etrafında olay penceresi dönem aralıkları daha da kısaltılıp ( $t_0 \pm 10, t_0 \pm 8$ ) yeniden analiz edilmiştir.

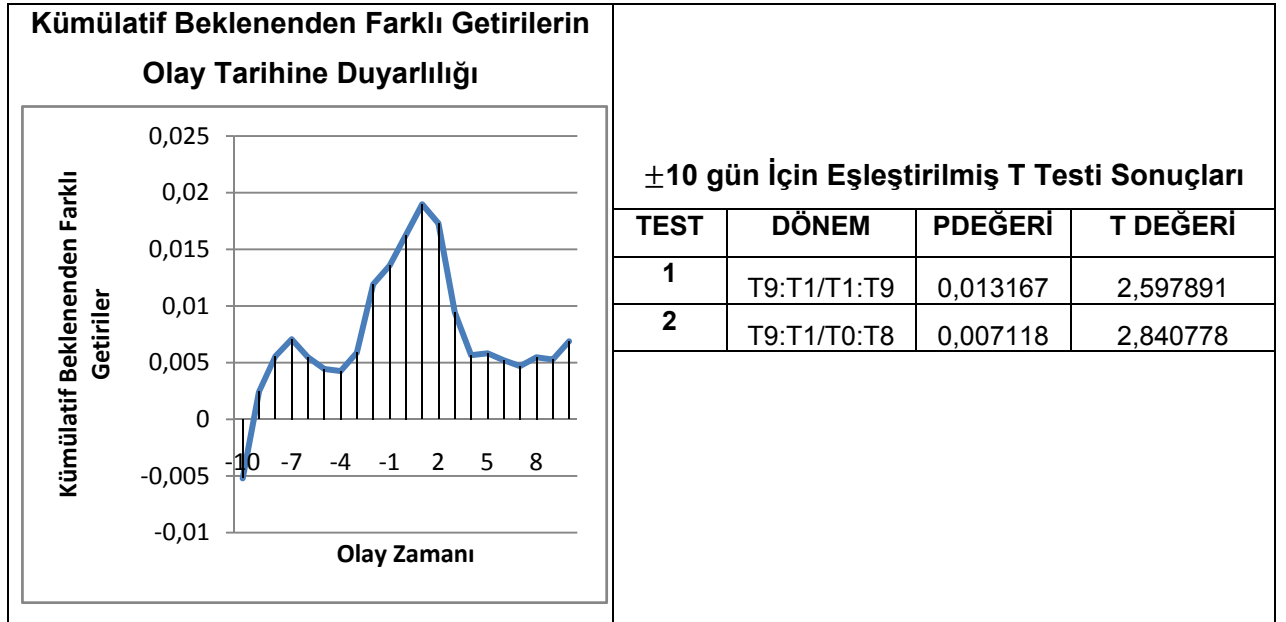
**Tablo 18: XKURY Endeksi'ne Dahil Şirketlerin BFG ve KBFG'leri (Olay Tarihinden 10 Gün Öncesi ve 10 Gün Sonrası İçin)**

T	BFG	KBFG
$t_{-10}$	-0,0052	-0,0052
$t_{-9}$	0,0076	0,0024
$t_{-8}$	0,0031	0,0056
$t_{-7}$	0,0015	0,0071
$t_{-6}$	-0,0016	0,0055
$t_{-5}$	-0,0010	0,0044
$t_{-4}$	-0,0002	0,0043
$t_{-3}$	0,0016	0,0059
$t_{-2}$	0,0060	0,0119
$t_{-1}$	0,0016	0,0136
$t_0$	0,0027	0,0163
$t_1$	0,0027	0,0190
$t_2$	-0,0017	0,0173
$t_3$	-0,0078	0,0094
$t_4$	-0,0038	0,0057
$t_5$	0,0002	0,0058
$t_6$	-0,0006	0,0052
$t_7$	-0,0005	0,0047

**Tablo 19: XKURY Endeksi'ne Dahil Şirketlerin BFG ve KBFG'leri (Olay Tarihinden 10 Gün Öncesi ve 10 Gün Sonrası İçin) (Devamı)**

$t_8$	0,0008	0,0055
$t_9$	-0,0002	0,0053
$t_{10}$	0,0016	0,0069

**Şekil 7: Kümülatif Beklenenden Farklı Getirilerin Olay Tarihinin Duyarlılığı ve Eşleştirilmiş T Testi Sonuçları**



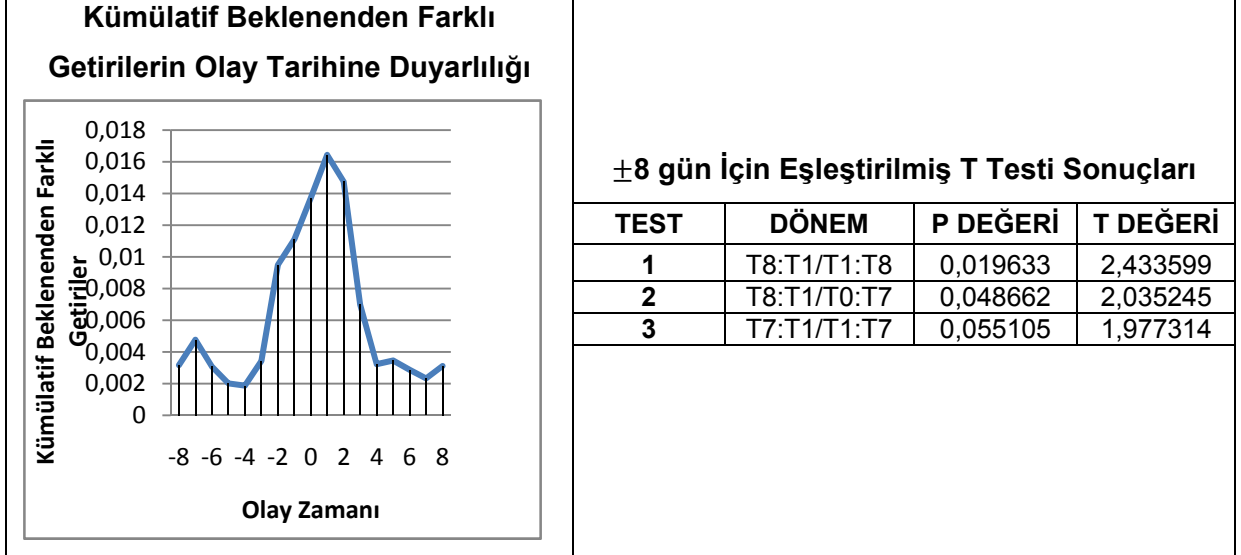
Şekil 7'de görüldüğü gibi olay penceresi dönemi daha kısa tutulduğunda hesaplanan BFG'lere olay tarihi etrafında çeşitli dönem aralıkları için eşleştirilmiş t testi yöntemi uygulandığında BFG'ler arasında olay tarihinden önceki 9 gün ve sonraki 9 gün arasında (T-9:T-1/T1:T9), olay tarihinden önceki 9 gün ve olay gününde dahil olmak üzere sonraki 8 gün arasında (T-9:T-1/T0:T8) %95 güven düzeyinde anlamlı bir farklılık olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu durum, BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne girişin endeks kapsamındaki şirketlerin performanslarını etkilediğini göstermektedir. Şekil 7'de KBFG'lerin olay zamanından önceki 4. günden itibaren artmaya başladığı ve bu yükselişin olay zamanından sonraki 1. güne kadar devam ettiği ve KBFG'lerin olay zamanından sonraki 1. günde tepe noktasına ulaştığı görülmektedir. Şekil 7'de görüldüğü üzere olay penceresi dönemi daha kısa

tutulduğunda, etkisiz olan günler örneklemeden çıkmakta ve BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne girişin olumlu etkisi daha net bir şekilde görülebilmektedir. T değerlerinin anlamlılıkları artmakta, bu da etkinin giriş günü etrafında etkili olduğu görüşünü desteklemektedir.

**Tablo 20: XKURY Endeksi'ne Dahil Şirketlerin BFG ve KBFG'leri (Olay Tarihinden 8 Gün Öncesi ve 8 Gün Sonrası İçin)**

<b>T</b>	<b>BFG</b>	<b>KBFG</b>
$t_{-8}$	0,0032	0,0032
$t_{-7}$	0,0016	0,0048
$t_{-6}$	-0,0017	0,0031
$t_{-5}$	-0,0011	0,0020
$t_{-4}$	-0,0001	0,0019
$t_{-3}$	0,0016	0,0034
$t_{-2}$	0,0061	0,0095
$t_{-1}$	0,0016	0,0111
$t_0$	0,0026	0,0137
$t_1$	0,0027	0,0164
$t_2$	-0,0017	0,0148
$t_3$	-0,0078	0,0070
$t_4$	-0,0038	0,0032
$t_5$	0,0002	0,0035
$t_6$	-0,0006	0,0029
$t_7$	-0,0005	0,0023
$t_8$	0,0008	0,0031

**Şekil 8: Kümülatif Beklenenden Farklı Getirilerin Olay Tarihinin Duyarlılığı ve Eşleştirilmiş T Testi Sonuçları**



Şekil 8'de görüldüğü gibi olay penceresi dönemi  $\pm 8$  gün olarak belirlendiğinde hesaplanan BFG'lere olay tarihi etrafında çeşitli dönem aralıkları için eşleştirilmiş t testi yöntemi uyguladığında BFG'ler arasında olay tarihinden önceki 8 gün ve sonraki 8 gün arasında (T-8:T-1/T1:T8) ve olay gününden önceki 8 gün ve olay gününde dahil olmak üzere sonraki 7 gün arasında (T-8:T-1/T0:T7), olay gününden önceki 7 gün ve sonraki 7 gün arasında (T-7:T-1/T1:T7) %95 güven düzeyinde anlamlı bir farklılık olduğu sonucuna ulaşılmıştır. Bu durum, BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne girişin endeks kapsamındaki şirketlerin performanslarını etkilediğini göstermektedir. Şekil 8'de KBFG'lerin seyri incelendiğinde BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne girişin BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan şirketlerin hisse senedi getirilerinin olay zamanından önceki 4. günden itibaren artmaya başladığını ve bu yükselişin olay zamanından sonraki 1. güne kadar devam ettiğini ve olay zamanından sonraki 1. günde tepe noktasına ulaştığını görürüz. Şekil 8'de BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne girişin olumlu etkisi görülmektedir. BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne dahil olmadan önce bu bilginin fiyatlara yansımaları ve bu bilginin kamuya duyurulmasıyla birlikte söz konusu şirketlere ait hisse senetlerinden anormal getirilerin elde edilebileceği tespit edilmiştir. Diğer bir ifadeyle elde edilen sonuçlar şirketlerle ilgili açıklanan BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne girişe yatırımcıların olumlu tepki verdiğini

göstermektedir. Görüldüğü gibi yatırımcılar, bu bilgidен yararlanarak kısa vadede yüksek getiriler elde edebilir.

Çalışmada  $t_0 \pm 20$ ,  $t_0 \pm 10$ ,  $t_0 \pm 8$ , dönemleri arasında KBFG'lerin olay tarihine duyarlılığı incelenmiştir. KBFG'lerin nasıl bir seyir izlediği Şekil 6, Şekil 7 ve Şekil 8'de gösterilmiştir. Eğer elde edilen KBFG'ler dalgalanmalar gösteriyorsa, söz konusu olayın, hisse senedi getirilerini etkilediği ve olayın yatırımcıların tepkisini yansıttığı sonucuna ulaşılabilir. Diğer bir ifadeyle KBFG'ler dalgalanmalar gösteriyorsa, ilgili olayın duyurulması, şirket hisse senetlerini etkileyerek o hisse senetlerinden anormal bir getiri elde edilmesini sağlıyor demektir. KBFG'lerin analizindeki hipotezler aşağıdaki gibiydi;

$H_0$  Hipotezi: "Şirketlerin BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne girmelerine ilişkin duyuruların, ilgili şirketlerin hisse senedi getirisi üzerinde hiçbir etkisi yoktur."  $H_0 = KBFG = 0$  şeklinde ifade edilebilir. Böyle bir olayın gerçekleşmesi ile o şirketlerin hisse senetlerinden anormal bir getiri elde edilemez.

$H_1$  Hipotezi: "Şirketlerin BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne girmelerine ilişkin duyuruların, ilgili şirketlerin hisse senedi getirisine etkisi vardır."  $H_1 = KBFG \neq 0$  şeklinde ifade edilebilir. BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne girilmesiyle birlikte, o şirketlerin hisse senetlerinden anormal bir getiri elde edilebilir.

Şekil 6, Şekil 7 ve Şekil 8'de KBFG'lerin olay tarihi etrafında dalgalanmalar gösterdiği görülmektedir. Buna göre endeks kapsamında yer alan şirketlerin BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne girişlerinin daha önceden sinyallerinin ortaya çıkması ve kamuya duyurulması ile birlikte şirketlere ait hisse senetlerinden anormal getirilerin elde edilebileceği tespit edilmiştir. Diğer bir ifadeyle elde edilen sonuçlar şirketlerle ilgili açıklanan BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne giriş yatırımcıların olumlu tepki verdiğini göstermektedir. Böylece, şirketlere ait hisse senetlerinden elde edilen getirilerin bu şirketlerle ilgili açıklanan söz konusu olaya karşı duyarlı olduğu ve bu duyarlılığın zaman içinde devam ettiği görülmektedir.

## SONUÇ

Kurumsal yönetim genel olarak şirketlerin sermaye çekebilmelerine, piyasalarda etkin bir şekilde faaliyette bulunabilmelerine, kendilerine verilen görevleri eksiksiz olarak yerine getirebilmelerine yönelik kanunlar ve düzenlemeler olarak ifade edilebilir.

Şirket yönetimlerindeki başarısızlıklar, gelişmekte olan ekonomiler ve gelişen piyasalarda yaşanan finansal krizler ve yeni rekabet koşulları, kurumsal yönetimin öneminin artmasını sağlamıştır. İyi kurumsal yönetim uygulamaları şirketlere düşük sermaye maliyeti, finansman olanaklarının ve likiditenin artması krizlerin üstesinden daha kolay gelinmesi gibi olanaklar sağlarken ülkeler açısından ise ülkelerin uluslararası alanda öneminin artmasına, sermayenin yurtdışına çıkışının engellenmesine, yabancı sermaye yatırımlarının ülkeye çekilmesine rekabet gücünün artmasına olanak sağlamaktadır. Kurumsal yönetim aynı zamanda yatırımcıya olan güveni arttırmakta ekonomik etkinlik ve büyümenin geliştirilmesine katkı sağlamakta, işletmenin hedeflerinin belirlenmesine ve bu hedeflerin elde edilmesine olanak sağlamaktadır.

Kurumsal yönetim, şeffaflık, hesap verebilirlik, sorumluluk ve adillik olmak üzere dört temel unsurdan oluşmaktadır. Şeffaflık, ilgililerin ihtiyaç duyacakları bilgilerin kolaylıkla, eksiksiz ve zamanında ulaşılabilir olması ile ilgilidir. Hesap verebilirlik ilkesi ise karar verenlerin aldıkları kararların doğruluğunu savunma ve bu kararların sonuçlarının sorumluluğunu üstlenmeleri ile ilgilidir. Sorumluluk ilkesi şirket yönetiminin şirket için yapmış oldukları faaliyetlerin mevzuata, esas sözleşmeye, uygunluğunun denetlenmesini, adillik ilkesi ise kurumun geleceği ile ilgili tüm tarafların fikirlerini eşit olarak değerlendirmeyi farklı görüşler arasında denge kurabilmeyi ifade etmektedir.

Dünyada kurumsal yönetim ile ilgili, Cadbury Raporu, Hampel Raporu, Greenbury Raporu, Sarbanes Oxley Kanunu, OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri şeklinde başlıca düzenlemeler yapılmıştır. Dünyada, girişimcileri kararlarında özgür bırakan Anglo-Sakson sistemi, özel girişim üzerinde devlet vesayetinin olduğu Kıta Avrupası şeklinde başlıca kurumsal yönetim modelleri bulunmaktadır.

Kurumsal yönetim konusunda yapılan en önemli çalışmalardan biri 1999 yılında yayınlanan OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri'dir. Türkiye'de kurumsal yönetim ile ilgili ilk çalışmalar TÜSİAD tarafından gerçekleştirilmiştir. OECD tarafından yayınlanan kurumsal yönetim ilkeleri ülkemizde 2004 yılında TÜSİAD tarafından yayınlanmıştır. TÜSİAD ayrıca dünyanın hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ülkelerindeki kurumsal yönetim kodlarının incelendiği, şirketlerdeki uygulamaların ve TTK'nin yürürlükteki hükümlerinin gözden geçirildiği, Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi başlıklı, bir şirkette kurumsal yönetimin yerleşmesi ve uygulanması için büyük sorumluluk taşıyan yönetim kurullarının oluşumu, bağımsızlığı, gündemleri gibi konular üzerinde durulduğu çalışma başlatmıştır. Türkiye'de SPK tarafından hisse senetleri Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlere yönelik olarak Kurumsal Yönetim Uygulama Anketi, Boston Consulting Group ve TKYD işbirliğinde Türkiye'deki kurumsal yönetim uygulamalarını ve bunları etkileyen alt yapı koşullarını uyumluluk ve performans başlıkları altında geniş bir açıdan değerlendiren Türkiye Kurumsal Yönetim Haritası Araştırmaları, BIST 100 şirketlerinin kurumsal yönetim anlayışını belirlemeye yönelik belli başlı araştırmalar yapılmıştır.

SPK'nın 7 Şubat 2005 tarihindeki toplantısında kurumsal yönetim ilkelerinde değişiklik ve eklemeler yapılması ve ayrıca BIST Kurumsal Yönetim Endeksi oluşturulması kararı alınmıştır. Bu kapsamda, Borsa İstanbul Yönetim Kurulu'nun 23.02.2005 tarihinde yaptığı toplantıda kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan şirketlerin dahil olacağı BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'nin, kurumsal yönetim derecelendirme notu 10 üzerinden en az 7 olan 5 şirketin Borsa'ya bildirilmesi durumunda Borsa Günlük Bülteni'nde yapılan duyurudan bir hafta sonra hesaplanmaya başlanması kararı verilmiştir. Bu düzenlemelerle birlikte 31.08.2007 tarihinde BIST Kurumsal Yönetim Endeksi hesaplanmaya başlamıştır.

Bu tez çalışmasında, BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne dahil olan şirketlerin söz konusu endekse dahil olmalarının hisse senetlerinin performanslarına olan etkileri ortaya konmuştur. Ve bu etkilerin incelenmesi için olay çalışması yönteminden yararlanılmıştır. Şirketlerin BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne dahil oldukları tarih olay günü olarak kabul edilmiştir. Olay penceresi olay gününden önceki

ve sonraki 20 günü kapsayacak şekilde oluşturulmuştur. Borsayı etkileyecek diğer haberlerin de söz konusu şirketlerin hisse senetlerinin getirileri üzerinde etkili olabileceği düşünülerek olay gününden önceki ve sonraki 10 günü kapsayacak şekilde de daha kısa bir dönem aralığını içeren olay penceresi oluşturulmuştur. Olay pencerelerinin öncesinde hem 120 günlük hem de 240 günlük dönemleri kapsayan tahmin pencereleri oluşturulmuştur.

Yapılan incelemeler genel olarak değerlendirildiğinde kısaca aşağıdaki neticelere ulaşılabilir:

Araştırmada iki analiz yapılmıştır. İlk yapılan analizde BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne giriş dolayısıyla oluşması muhtemel BFG oranları ile KBFG oranları incelenmiş ve BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne girişin şirketlerin hisse senetlerinin performansı üzerindeki etkisi analiz edilmiştir. Tahmin penceresinin 120 gün olduğu analizde hesaplanan BFG'lerin olay günü öncesi ve sonrasındaki kısa dönemlerde elde edilen değerlerin istatistiksel olarak anlamlılık göstermesi dolayısıyla " $H_0$ = BIST Kurumsal Yönetim Endeksine girişin etkisi olmamıştır." Sıfır Hipotezi'nin reddedilebildiği dolayısıyla BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'nin etkisi olduğu sonucuna ulaşılabilir. Tahmin penceresinin 240 gün olduğu analizde ise istatistiksel olarak anlamlılık gösteren daha fazla değere rastlanmıştır. KBFG'ler ise olay gününden önceki 10. günden itibaren yükselişe geçmiş bu yükseliş 7.güne kadar devam etmiş sonraki birkaç gün düşüş gerçekleşse de 4.günden itibaren tekrar yükselişe geçmiş ve bu yükseliş olay tarihinden sonraki 1.güne kadar devam etmiştir. Buna göre, BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan şirketlerin BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne dahil oldukları tarihlerin kamuya duyurulmasından önce yapılacak yatırımlarda söz konusu şirketlere ait hisse senetlerinden anormal getirilerin elde edilebileceğine dair bulgulara ulaşılmıştır. Diğer bir ifadeyle elde edilen sonuçlar, şirketlerin BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne girişine yatırımcıların olumlu tepki verdiğini ve kısa vadede yüksek getiriler elde edebileceklerini göstermektedir. BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne giriş sinyallerinin alınmasıyla birlikte hisse senedi alan yatırımcılar, endekse girişin gerçekleştiği birinci günden sonra ellerindeki hisse senetlerini satarak kazanç elde etmeye başlarlar. Bu durum bize BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne girişin olumlu etkisinin kısa bir dönem aralığı içerisinde gerçekleşip kaybolduğunu göstermektedir. KBFG'lerin olay



tarihinden önce yükselişe geçmesi bilgisel etkinsizliğe işaret olarak yorumlanabilmektedir.

Çalışmada yapılan ikinci ve son analizde BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde yer alan şirketlerin olay tarihinden önceki ve sonraki zaman dilimleri ( $t_0 \pm 20$ ,  $t_0 \pm 10$ ,  $t_0 \pm 8$ ) arasında BFG'lerinde anlamlı bir farklılık olup olmadığı incelenmiştir. Bunun için elde edilen BFG'lere eşleştirilmiş t testi yöntemi uygulanmıştır ve KBFG'lerin seyri incelenmiştir.  $t_0 \pm 20$  için yapılan analizde hesaplanan BFG'lere uygulanan eşleştirilmiş t testi yöntemi BFG'lerin, BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne giriş öncesi ve sonrası istatistiksel olarak farklı olmadığını göstermiştir. KBFG'lerin ise olay zamanından önce yükselmeye başlamasının nedeni, BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne giriş haberinin önceden sinyallerinin ortaya çıkmasıyla birlikte etkisinin fiyatlara olumlu yansımaya başlamasıdır. Ancak bu olumlu etki BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne dahil olmadan hemen birkaç gün önce ve dahil olduktan sonraki bir gün ortaya çıkıp kaybolduğu için, sonraki günlerde kaybolan etki giriş anındaki farklılığı görmemize engel olabilmektedir. T testlerinin anlamlı çıkmamasının nedeni BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne girişin etkisinin çok kısa bir sürede ortaya çıkıp kaybolması olabilir. Olay penceresi dönemini genişletip baktığımızda olay gününden öncesi ve sonrası arasındaki fark ortadan kalkmakta, etkisiz olan günlerin örnekleme girmesiyle BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne girişin etkisi gölgelenebilmektedir. Bu nedenle bu çalışmada BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne giriş günü etrafında daha kısa olay penceresi dönem aralıkları da ( $t_0 \pm 10$ ,  $t_0 \pm 8$ ) analiz edilmiştir.  $t_0 \pm 10$ ,  $t_0 \pm 8$  için yapılan analizlerde hesaplanan BFG'lere olay tarihi etrafında çeşitli dönem aralıkları için eşleştirilmiş t testi yöntemi uyguladığımızda anlamlı bir farklılık olduğu sonucuna ulaşılmıştır. KBFG'lerin ise olay zamanından önceki 4. günden itibaren artmaya başladığı ve bu yükselişin olay zamanından sonraki 1. güne kadar devam ettiği ve KBFG'lerin olay zamanından sonraki 1. günde tepe noktasına ulaştığı görülmektedir. Olay penceresi dönemi daha kısa tutulduğunda, etkisiz olan günler örneklemeden çıkmakta ve BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne girişin olumlu etkisi daha net bir şekilde görülebilmektedir. BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne dahil olmadan önce bu bilginin sinyallerinin ortaya çıkmasıyla ve bu bilginin kamuya duyurulmasıyla birlikte söz konusu şirketlere ait hisse senetlerinden anormal getirilerin elde edilebileceği tespit edilmiştir. Diğer bir ifadeyle elde edilen sonuçlar,

şirketlerle ilgili açıklanan BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne giriş ile ilgili bilgiden yararlanan yatırımcıların bu bilgiye olumlu tepki verdiğini ve kısa vadede yüksek getiriler elde edebildiklerini göstermektedir.

## KAYNAKÇA

- Abbasi, M.  
Kalantar İ, E.  
Abbasi, H. : "Impact of Corporate Governance Mechanisms on Firm Value Evidence From The Food Industry of Iran", **Journal of Basic And Applied Scientific Research**, C: 2, No: 5, 2012, ss. 4712-4721.
- Aharony, J.  
Swary, I : "Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholder's Returns : An Empirical Analysis", **Journal of Finance**, C: 35, No:1, 1980, ss.1-12.
- Aktan, C.C. : **Kurumsal Şirket Yönetimi**, Sermaye Piyasası Kurulu, Ankara 2006.
- Aras, G. : **Kurumsal Yönetim ve Sürdürülebilir İşletme Performansı**, (Çevrimiçi) <http://www.denetimnet.net/UserFiles/Documents/Güler%20Aras%20makale.pdf> 10/10/2013.
- Arslan, A. : **Yeni Türk Ticaret Kanunu'nda Düzenlenen Kurumsal Yönetim**, TÜRMOB, Sirküler Rapor, Sayı: 2011-6.
- Ashley, J. : "Stock Prices and Changes in Earnings and Dividends: Some Empirical Results", **Journal of Political Economy**, February 1962, C: 70, No:1, ss.82-85.
- Aygören, H.  
Uyar, S. : "İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda (İMKB)Denetim Görüşlerinin Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisi" **İMKB Dergisi**, C:9, Sayı:36, 1997, ss.31-51.
- Aysan, M. : **Kurumsal Yönetim (Corporate Governance) ve Risk**, 1.Basım, Elit Ofset, İstanbul, 2007.
- Barker, C.A. : "Effective Stock Splits", **Harvard Business Review**, C:34, No:1, January/February 1956, ss.101-106.
- Barker, C.A. : "Stock Splits in a Bull Market ", **Harvard Business Review**, C:35, No:3, May/June 1957, ss.72-79
- Barker, C.A. : "Evaluation of Stock Dividends", **Harvard Business Review**, C: 36, No: 4, July/ August 1958, ss.99-114.

- Bartholdy, J. : "Conducting Event Studies on a Small Stock Exchange", **The European Journal of Finance**, C: 13, No: 3, 2006, ss.227-252.  
Olson, D.  
Peare, P.
- Bebczuk, R.N. : **Corporate Governance And Ownership: Measurement And Impact on Corporate Performance And Dividend Policies In Argentina**, Latin American Research Network Working Paper, R-516, 2005, ss.1-59.
- Binder, J.J. : "The Event Study Methodology Since 1969", **Review of Quantitative Finance and Accounting**, C: 11, No: 2, 1998 ss.111-137.
- Bloomberg HT : (Çevrimiçi) <http://www.bloomberght.com/>, 10/09/2013.
- Brown, P. : "An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers",  
Ball, R. **Journal of Accounting Research**, C:6, No: 2, 1968, ss.159-178.
- Borsa İstanbul : (Çevrimiçi) [www.imkb.gov.tr/AccessToInformation/InformationRequest.aspx](http://www.imkb.gov.tr/AccessToInformation/InformationRequest.aspx), 22/11/2012.
- Borsa İstanbul : (Çevrimiçi) [www.kap.gov.tr](http://www.kap.gov.tr), 22/11/2012.
- Cadbury, A. : **Corporate Governance: A Framework for Implementation**, Private Sector Development, Knowledge Management Unit, The World Bank Group, Washington, DC 30446, 1999, Londra.
- Capital Dergisi : **Dev Kurumsal Yönetim Araştırması**, 1 Şubat 2006, ss.1-12.
- Chiang, H. : "An Empirical Study of Corporate Governance and Corporate Performance", **Journal of American Academy of Business**, C: 6, No: 1, 2005, ss.95-101.
- Cook, J. : **Stakeholding And Corporate Governance: Theory and Evidence on Economic Performance**, ESRC Centre for Business Research, Cambridge, 1999.  
Deakin, S.

- Çakır, H.M.  
Gülcan, Z. : “Şirket Birleşme ve Devralma Kararlarının Hisse Senedi Getirilerine Etkisi”, **Mali Çözüm Dergisi**, Sayı 113, 2012, ss.79-107.
- Çıtak, L. : “Kurumsal Yönetim Sistemlerinde Yakınsama”, **İstanbul Üniversitesi, Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi**, Sayı: 35, 2006, ss. 145-169.
- Değerleme ve İstatistik Müdürlüğü : **İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Temel Kuralları**, Genelge No: 263, Nisan 2007.
- Deloitte : **Nedir Bu Kurumsal Yönetim?**, Deloitte Kurumsal Yönetim Serisi, 2006.
- Deloitte : **Kurumsal Yönetim İlkeleri**, (Çevrimiçi) [www.denetimnet.com](http://www.denetimnet.com), 08/10/2013.
- Doğan, M. : **Kurumsal Yönetim**, Siyasal Yayınevi, Ankara, 2007.
- Dolley, J.C. : “Characteristics and Procedure of Common Stock Split-Ups”, **Harvard Business Review**, C: 11, No:3, 1933, ss.316-326.
- Erdönmez, P.A. : “Türkiye’de 2001 Yılındaki Mali Kriz Sonrasında Kurumsal Sektörde Yeniden Yapılandırma”, **Bankacılar Dergisi**, Sayı: 47, 2003, ss.38-55.
- Eroğlu, C.A. : **Kurumsal Yönetim İlkeleri Çerçevesinde Kamunun Aydınlatılması**, Sermaye Piyasası Kurulu, Yeterlik Etüdü, Hukuk İşleri Dairesi, Ankara, 2003.
- Fama, E.F.  
Fisher, L.  
Jensen, M.C.  
Roll, R.R. : “The Adjustment of Stock Prices to New Information”, **International Economic Review**, C: 10, No: 1, 1969, ss. 1-21.
- Güçlü, H. : **Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirmesi**, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Yayınları, İstanbul, 2010.

- Gürbüz, A.O. Ergincan, Y. : **Kurumsal Yönetim: Türkiye'deki Durumu ve Geliştirilmesine Yönelik Öneriler**, 1. Basım, Literatür Yayıncılık, İstanbul, 2004.
- Gürbüz, O. : **Kurumsal Yönetim: Ülkemizdeki Düzeyine İlişkin Değerlendirmeler**, Muhasebe Denetimi Sempozyumu, İstanbul 2005.
- International Finance Corporation : United States of Amerika A Member of the World Bank Group, **2121 Pennsylvania Ave. NW**, Washington, DC 20433, 2007.
- İşcan, Ö.F. Kaygın, E. : "Kurumsal Yönetişim Sürecinin Gelişimi Üzerine Bir Araştırma", **Atatürk Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü Dergisi**, C: 13, Sayı: 2, 2009, ss. 213-224.
- Javid, A.Y. Iqbal, R. : "Does Corporate Governance Effects Firm Performance In Case of Pakistani Market", **NUST Journal Of Business And Economics**, C: 1, No: 1, Pakistan, 2008, ss.11-23.
- Kaderli, Y. : "Yapılan İhracat Bağlantılarının İlgili Firmaların Hisse Senedi Getirisi Üzerindeki Etkisinin Olay Etüdü İle İncelenmesi", **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, Sayı: 36, 2007, ss. 144-154.
- Kaderli, Y. Demir, S. : "Yatırım Kararı Duyurularının Hisse Senedi Getirileri Üzerindeki Etkisinin Ölçülmesi: Olay Etüdü Yöntemi", **Mali Çözüm Dergisi**, Sayı: 91, 2009, ss. 45-65.
- Kavut, L. : "Kurumsal Yönetim, Kurumsal Sosyal Sorumluluk ve Çevresel Raporlama: İMKB 100 Şirketlerinin Çevresel Açıklamalarının İncelenmesi", **İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi, İşletme İktisadi Enstitüsü Dergisi**, C: 21, Sayı: 66, 2010, ss. 1-36.
- Kıymaz, H. : "Halka İlk Kez Arzedilen Hisse Senetlerinin Performansları", **İşletme ve Finans Dergisi**, Sayı: 4, 1996, ss.119-143.
- Kula, V. : **Kurumsal Yönetim Hissedarların Korunması Uygulamaları ve Türkiye Örneği**, 1. Basım, Papatya Yayıncılık, İstanbul, Mayıs 2006.

- Kurumsal Yönetim Derneği, Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü : **Kurumsal Yönetim İlkeleri**, Yayın No: KYD-Y/2005-01-01, Cem Ofset, İstanbul, 2005.
- Mackinlay, A.C. : “Event Studies in Economics and Finance”, **Journal of Economic Literature**, C: 35, Sayı: 1, ss. 13-39.
- Mahmoud, A. Tapanjeh, A. : “Corporate Governance From The Islamic Perspective : A Comparative Analysis With OECD Principles”, **Critical Perspectives on Accounting**, C: 20, No: 5, ss.556-567.
- Mallin, C. : “The Relationship Between Corporate Governance Transparency and Financial Disclosure”, **Corporate Governance : An International Review**, Cilt: 10, No: 4, New York, 2002, ss. 253-255.
- Mandacı, P.E. : “İMKB’ de Genel Seçimler Öncesi ve Sonrasında Anormal Fiyat Hareketleri”, **İMKB Dergisi**, C: 7, Sayı: 27, ss. 1-16.
- Mc Knight, P. Milanos, N.T. Travlos, N.G. Weir, C. : **The Cadbury Code Reforms and Corporate Performans**, SSRN Working Papers, EFA 2005, Moscow Meetings
- Mitton, T. : “A Cross-firm Analysis of Corporate Governance on East-Asian Financial Crisis”, **Journal of Financial Economics**, C: 64, No: 2, 2002, ss. 215-241.
- Myers, J.H. Bakay, A. : “Influence of Stock Split-Ups on Market Price”, **Harvard Business Review**, C: 26, No: 2, 1948, ss.251-265.
- Oman, P.C. : “Corporate Governance And National Development”, **OECD Technical Papers**, No: 180, 2001, ss. 1-47.
- Özer, G. Yücel, R. : “İMKB’de Hisse Senedi İhraç Tarihi Etrafındaki Anormal Fiyat Hareketleri: 1990-1996 Dönemini Kapsayan Deneysel Bir Araştırma”, **Active Dergisi**, Sayı: 16, 2001, ss. 1-15.

- Öztangut, N. : **Kurumsal Yönetim İlkelerinin Sermaye Piyasalarının Gelişmesindeki Önemi ve Türkiye Uygulamaları**, Türkiye Sermaye Piyasası Aracı Kuruluşları Birliği, III. Kurumsal Yönetim Zirvesi, 14 Ocak 2010, İstanbul, (Çevrimiçi), <https://www.tspakb.org.tr>, 13/09/2013.
- Padmavathy, S. : "Merger Announcements and Stock Price Behavior: Empirical Evidence From Indian Stock Market", **International Research Journal of Finance and Economics**, No: 83, 2012, ss.153-160.
- Ashok, J.
- Paslı, A. : **Anonim Ortaklık Kurumsal Yönetimi**, Çağa Hukuk Vakfı Yayınları, İstanbul, 2004.
- Pulaşlı, H. : **Corporate Governance (Kurumsal Yönetim İlkeleri) Anonim Şirket Modelinde Yeni Model**, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Sözkese Matbaacılık, Ankara, 2003.
- SAHA : **BIST Kurumsal Yönetim Endeksi**, (Çevrimiçi) <http://www.saharating.com/SpotsDetail.aspx?SpotsId=8>, 10/09/2013.
- Sandıkçioğlu, A. : **Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirmesi**, Sermaye Piyasası Kurulu Ortaklıklar Finansmanı Dairesi, Yeterlik Etüdü, Kasım 2005, Ankara.
- Sermaye Piyasası Kurulu : **Kurumsal Yönetim İlkeleri**, 2003.
- Sermaye Piyasası Kurulu : **Kurumsal Yönetim Uygulama Anketi Sonuçları**, İstanbul, Kasım 2004.
- Serra, A.P. : "Event Study Tests : A Brief Survey", **Gestao Org-RevistaElectronica de Gestao Organizacional**, C: 2, No: 3, 2004, ss.248-255.
- Şehirli, K. : **Kurumsal Yönetim**, SPK Denetleme Dairesi Araştırma Raporu, Sayı: 14-4/55-3, Ankara, 1999.



- Şenol, C. : “Kurumsal Yönetim (Yönetişim)”, **Gümrük Dünyası Dergisi**, Gümrük Kontrolörleri Derneği, Sayı: 46, ss.1-8.
- The Boston Consulting Group : **Türkiye Kurumsal Yönetim Haritası**, Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği Yayınları, İstanbul, 2005, ss.1-37.
- Topaç, E. : **Kurumsal Yönetim İlkelerinin Sermaye Piyasalarının Gelişmesindeki Önemi ve Türkiye Uygulamaları**, İMKB Sermaye Piyasalarında Kurumsal Yönetim Kurumsal Yönetim İlkeleri Konferansı, İstanbul, Nisan 2002, (Çevrimiçi) <https://www.gedik.com>, 12/09/2013.
- Toraman, C. : “İMKB Kurumsal Yönetim Endeksinde Yer Alan Şirketlerin Abdioğlu, H. Kurumsal Yönetim Uygulamalarında Zayıf ve Güçlü Yanları: Derecelendirme Raporlarının İncelenmesi”, **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, Sayı: 40, 2008, ss.96-109.
- Tuna, K. : **Bankalarda Kurumsal Yönetim**, Mart 2009, BDDK 10. Kuruluş Yıldönümü, Seminer, (Çevrimiçi) [http://www.kadirtuna.com/attachments/File/Banka\\_Kurumsal\\_Yönetim.pdf](http://www.kadirtuna.com/attachments/File/Banka_Kurumsal_Yönetim.pdf), 23/10/2013.
- Tunç, F. : **Yeni Türk Ticaret Kanunu’nda Kurumsallaşmayla İlgili Düzenlemeler**, Kurumsallaşma ve Denetim Konferansı, Ekim 2011, Antalya, (Çevrimiçi), <http://archive.ismmmo.org.tr/docs/sempozyum/10/tr/FerruhTunc.pdf>, 13/09/2013.
- Tuzcu, A. : **Halka Açık Şirketlerde Kurumsal Yönetim Anlayışı: İMKB-100 Örneği**, Turhan Kitabevi Yayınları, Ankara, Kasım 2004.
- TÜSİAD : **Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi**, Yayın No: TÜSİAD-T/2002-12/336, İstanbul, Aralık 2002.
- Ünsal, M.S. : “Sarbanes Oxley Yasası ve Türk Bankacılık Sektörü”, **Active Bankacılık ve Finans Dergisi**, No:55, 2008, ss.1-9.
- Variş, M. : “Sermaye Piyasalarında Kurumsal Yönetim İlkeleri”, **İMKB Dergisi**, Sayı: 19, 2001, ss.1-95.
- Küçükçolak, A. :  
Erdoğan, O. :  
Özer, L. :

- Warner, J.  
Brown, S. : "Measuring Security Price Performance", **Journal of Financial Economics**, C: 8, No: 3, 1980, ss.205-258.
- Warner, J.  
Brown, S. : "Using Daily Stock Returns : The Case of Event Studies", **Journal of Financial Economics**, C: 14, No:1, 1985, ss.3-31.
- Yazıcı, S. : "Sigorta Sektöründe Kurumsal Yönetim ve Kurumsal Yönetim Komitesi'nin Rolü", **İstanbul Üniversitesi İktisat Fakültesi Mecmuası**, C: 60, Sayı: 2, 2010, ss.1-22.
- Yörük, N.  
Ban, Ü. : "Şirket Birleşmelerinin Hisse Senedi Fiyatlarına Etkisi: İMKB'de İşlem Gören Gıda Sektörü Şirketlerinde Birleşme Etkisinin Analizi", **Muhasebe ve Finansman Dergisi**, Sayı:30, 2006, ss.88-101.