

T.C

**İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
İŞLETME ANA BİLİM DALI
FİNANS BİLİM DALI**

YÜKSEK LİSANS TEZİ

**KURUMSAL YÖNETİM VE İMALAT
SEKTÖRÜNDE BİR UYGULAMA**

ESRA ÖZGER

ENSTİTÜ NO:2501060443

DANIŞMAN:

DOÇ. DR. VEDAT SARIKOVANLIK

İstanbul, 2009

İÇİNDEKİLER

ÖZ.....	i
ABSTRACT.....	ii
ÖNSÖZ.....	iii
TABLolar LİSTESİ.....	iv
ŞEKİLLER LİSTESİ.....	iv
KISALTMALAR LİSTESİ.....	v
GİRİŞ.....	1

I.BÖLÜM

KURUMSAL YÖNETİM HAKKINDA GENEL BİLGİLER.....	3
1.1. YÖNETİM, YÖNETİŞİM VE KURUMSAL YÖNETİM.....	3
1.2. KURUMSAL YÖNETİME YÖNELİK SİSTEMLER	5
1.2.1. Anglo-Sakson Sistemi.....	5
1.2.2. Kıta Avrupası Sistemi.....	7
1.3.DÜNYADA KURUMSAL YÖNETİM GELİŞMELERİ VE SABRANES OXLEY YASASI	9
1.4.KURUMSAL YÖNETİMİN TÜRKİYE’DE GELİŞİMİ.....	17
1.5.KURUMSAL YÖNETİMİN AMAÇLARI.....	18
1.6.KURUMSAL YÖNETİMİN ÖNEMİ VE ORTAYA ÇIKIŞ NEDENLERİ.....	21
1.7.KURUMSAL YÖNETİMİN SAĞLAYACAĞI YARARLAR	25

İÇİNDEKİLER

1.8.GELİŞMEKTE OLAN PAZARLARDA VE TÜRKİYE'DE KURUMSAL YÖNETİM SORUNLARI.....	27
--	----

1.9. ETKİN BİR KURUMSAL YÖNETİM UYGULAMASI İÇİN KANUN KOYUCUYA DÜŞEN GÖREVLER.....	32
--	----

II. BÖLÜM

KURUMSAL YÖNETİM İLKELERİ.....	36
--------------------------------	----

2.1.SPK KURUMSAL YÖNETİM İLKELERİ.....	38
--	----

2.1.1. Pay Sahipleri.....	38
---------------------------	----

2.1.1.1. Pay Sahipliği Haklarının Kullanımını Kolaylaştırılması.....	38
--	----

2.1.1.2. Bilgi Alma ve İnceleme Hakkı.....	38
--	----

2.1.1.3. Genel Kurula Katılım Hakkı.....	39
--	----

2.1.1.4. Oy Hakkı.....	39
------------------------	----

2.1.1.5. Azınlık Hakları.....	39
-------------------------------	----

2.1.1.6. Kar Payı Hakkı	40
-------------------------------	----

2.1.1.7. Payların Devri.....	40
------------------------------	----

2.1.1.8. Pay Sahiplerine Eşit İşlem İlkesi	40
--	----

2.1.2. Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık.....	40
--	----

2.1.2.1. Kamuyu Aydınlatma Esasları ve Araçları.....	40
--	----

2.1.2.2. Şirket ile Pay Sahipleri, Yönetim Kurulu Üyeleri ve Yöneticiler Arasındaki İlişkilerin Kamuya Açıklanması.....	41
---	----

2.1.2.3. Kamunun Aydınlatılmasında Periyodik Mali Tablo ve Raporlar.....	41
--	----

2.1.2.4. Bağımsız Denetimin İşlevi	41
--	----

İÇİNDEKİLER

2.1.2.5. Ticari Sır Kavramı ve İçerden Öğrenenlerin Ticareti.....	42
2.1.2.6. Kamuya Açıklanması Gereken Önemli Olay Ve Gelişmeler	42
2.1.3. Menfaat Sahipleri.....	42
2.1.3.1. Menfaat Sahiplerine İlişkin Şirket Politikası	42
2.1.3.2. Menfaat Sahiplerinin Şirket Yönetimine Katılımının Desteklenmesi	43
2.1.3.3. Şirket Malvarlığının Korunması.....	43
2.1.3.4. Şirketin İnsan Kaynakları Politikası.....	43
2.1.3.5. Müşteriler ve Tedarikçilerle İlişkiler.....	43
2.1.3.6. Etik Kurallar.....	43
2.1.3.7. Sosyal Sorumluluk	44
2.1.4. Yönetim Kurulu.....	44
2.1.4.1. Yönetim Kurulunun Temel Fonksiyonları.....	44
2.1.4.2. Yönetim Kurulunun Faaliyet Esasları ile Görev ve Sorumlulukları	44
2.1.4.3. Yönetim Kurulunun Oluşumu ve Seçimi.....	45
2.1.4.4. Yönetim Kuruluna Sağlanan Mali Haklar.....	46
2.1.4.5. Yönetim Kurulunda Oluşturulan Komitelerin Sayı, Yapı ve Bağımsızlığı	46
2.1.4.6. Yöneticiler.....	47
2.2. OECD İLKELERİ İLE TÜRK HUKUK SİSTEMİNİN KARŞILAŞTIRILMASI.....	48

İÇİNDEKİLER

III.BÖLÜM

KURUMSAL YÖNETİM DERECELENDİRMESİ İLE İLGİLİ

YAPILAN ÇALIŞMALAR53

3.1. DÜNYADA VE ÜLKEMİZDE YAPILMIŞ ÇALIŞMALAR.....55

3.2. TÜRKİYE’DE DÜZENLEYİCİ KURUMLARIN YAPMIŞ OLDUĞU ÇALIŞMALAR.....62

3.2.1. SPK’nın Kurumsal Yönetim Derecelendirme Alanındaki Çalışması...62

3.2.1.1.Derecelendirme Faaliyetinin Kapsamı63

3.2.1.2.Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Derecelendirmesi.....63

3.2.1.3. Derecelendirme Faaliyetinde Bulunabilecek Kuruluşlar.....64

3.2.1.4. Derecelendirme Faaliyetine İlişkin Genel İlkeler64

3.2.1.5. Bağımsızlık ilkesi66

3.2.2. İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi.....68

3.2.2.1.Amaç.....70

3.2.2.2.Yönetim.....70

3.2.2.3. Endekse Alınma.....70

İÇİNDEKİLER

3.2.2.4. Endeksten Çıkarılma.....	70
3.2.2.5. Birleşme ve Devir Almalarda Yapılan Değişiklikler.....	71
3.2.2.6. Endekse Yeniden Alınma.....	72
3.2.2.7. Birden Fazla Derecelendirme Kuruluşundan Not Alınması.....	73
3.2.2.8. Hesaplama Yöntemi.....	73

IV.BÖLÜM

KURUMSAL YÖNETİMİN FİRMA DEĞERİNE ETKİSİNE İLİŞKİN İMALAT SEKTÖRÜNDE BİR UYGULAMA.....	74
4.1.AMAÇ.....	74
4.2.HİPOTEZ.....	74
4.3.VERİ VE YÖNTEM.....	74
4.4.ANALİZ SONUÇLARI.....	79
SONUÇ.....	85
KAYNAKÇA.....	87
EKLER.....	92

ÖZ:

Kurumsal yönetim, ilk olarak kavramsal olarak ele alınmış, kurumsal yönetimin ortaya çıkışına, kurumsal yönetime yönelik sistemlere ve kurumsal yönetimin gelişimine değinilmiştir. Globalleşen dünyada şirketlerin geleceği için kurumsal yönetim uygulamalarının önemi vurgulanmıştır. Ülkemizde ve dünyada genel kabul görmüş Kurumsal Yönetim İlkeleri incelenmiştir. Kurumsal yönetimin derecelendirilmesine değinilmiş, bu kapsamda firmaların kurumsal yönetim yeterliliklerini ölçmeyi içeren SPK'nın Kurumsal Yönetim Derecelendirme alanındaki çalışması anlatılmıştır. Kurumsal yönetim alanında İMKB' nin yapmış olduğu çalışmalar ve düzenlemelerle bunların sonuçlarına yer verilmiştir. Son olarak İMKB'de işlem gören İmalat sektöründe yer alan 40 firma kurumsal yönetim uygulamaları açısından değerlendirilmiş, kurumsal yönetim puanlarının firma değerlerine etkisi araştırılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Kurumsal Yönetim, Kurumsal Yönetim İlkeleri, Kurumsal Yönetim Puanı, Kurumsal Yönetim Derecelendirmesi, Firma Değeri, Tobin's q

ABSTRACT:

Corporate governance was initially considered on conceptual basis. The emergence of corporate governance, development of corporate governance and corporate governance oriented systems have been mentioned. For the future of the company in globalizing world, the importance of corporate governance is highlighted. Generally accepted corporate governance Principles in Turkey and in world were investigated. Corporate governance to be rated was addressed; in this context, to measure the adequacy of companies with corporate governance, Capital Markets Board's (CMB) Corporate Governance Rating was described in the field of work. Studies and regulations of Istanbul Stock Exchange (ISE) related corporate governance were indicated with their results. Finally, the Istanbul Stock Exchange traded 40 firms in the manufacturing sector was evaluated in terms of corporate governance practices. Impact of corporate governance scores on firm value was investigated.

Keywords: Corporate governance, corporate governance principles, corporate governance rating, firm value, Tobin's q.

ÖNSÖZ

Küreselleşen ve derinleşen ekonomilerde kurumsal yönetim firmalar ve yatırımcılar için giderek önemli hale gelmektedir. Gerek dünyada gerekse ülkemizde kurumsal yönetimin çerçevesini belirlemek, firmalara yol haritası ve en iyi uygulama örneklerini sunmak için otoriteler tarafından çalışmalar yapılmış, kurumsal yönetim ilkeleri belirlenmiştir. Bunlarla birlikte kurumsal yönetimi ölçümleyen derecelendirme faaliyetleri başlamıştır. Kurumsal yönetimin gerek derecelendirme kuruluşları tarafından daha detaylı ve profesyonel gerekse araştırmacılar tarafından daha genel düzeyde ölçülebilmesi finansal bir takım verilerle kurumsal yönetim uygulamaları arasındaki ilişkiyi gözleme ve sonuçlar çıkarma olanağını da beraberinde getirmiştir.

Çalışmamızda İMKB’de işlem gören 40 firmanın kurumsal yönetim uygulamaları anket yöntemi ile ölçülüp, Tobin’s q oranları ile karşılaştırılmıştır. Dünyada yapılan benzer araştırmalarda kurumsal yönetim uygulama dereceleri ile Tobin’s q oranı arasında doğrusal ilişki tespit edilmiştir. İMKB’de işlem gören şirketler için de sözkonusu ilişkinin olup olmadığını araştırmak amaçlanmıştır. Araştırmamıza katılım oranının az olması çalışmanın beklenenden uzun sürede tamamlanmasına sebep olmuştur. Benzer araştırmaların daha geniş katılımcılar ile periyodik olarak yapıp zaman aralıklarında oluşan değişimin gelişiminin izlenmesinin konuya daha büyük katkılar sağlayacağını düşünmekteyiz.

Son olarak çalışmanın yürütülmesi esnasında desteğini ve hoşgörüsünü esirgemeyen hocam Doç. Dr. Vedat Sarıkovanlık’a, verdikleri manevi destekle her zaman yanımda olan aileme ve dostum Şule’ye teşekkürü bir borç bilirim.

TABLolar LİSTESİ

Tablo 1.4.1. Uluslararası Finansal Analistlerin Gözünde Türkiye'nin Kurumsal Yönetim Performansı.....	15
Tablo 1.8.1. Global Doğrudan Yabancı Yatırım Akışı (1970-2007).....	30
Tablo 1.8.2. Türkiye'ye Doğrudan Yabancı Yatırım Akışı ve Türkiye'nin Global Yatırımlardaki İçindeki Payı.....	31
Tablo 2.2.1. OECD ve SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'nin Genel İçeriği....	49
Tablo 2.2.2. OECD ve TÜSİAD Kurumsal Yönetim İlkeleri'nin İçerik Karşılaştırılması.....	51
Tablo 4.3.1.Şirketlerin Kurumsal Yönetim Puanları.....	75
Tablo 4.3.2. Firmaların Tobin's Q Değerleri.....	78
Tablo 4.3.3. Firmaların Tobin's Q Değer Grupları.....	78
Tablo 4.4.1 Anova(b).....	81
Tablo 4.4.2 Katsayılar(a).....	81
Tablo 4.4.3 Doğrusallık Tanıları(a).....	81
Tablo 4.4.4 Artık İstatistikler(a).....	81
Tablo 4.4.5 Özet Tablo.....	82
Tablo 4.4.6 Kurumsal Yönetim Puanı*Tobin's Q Oranı Çapraz Tablosu....	82
Tablo 4.4.7 Ki Kare Testi (Kurumsal Yönetim Puanı*Tobin's Q Oranı).....	83

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1.2.1.1.Kurumsal Karar Vermede Anglo-Sakson Modeli.....	7
Şekil 1.2.2.1.Kurumsal Karar Vermede Kıta Avrupası Modeli.....	8
Şekil 1.5.1.Vekalet İlişkisi, Çözüm Yolları ve Sonuçları.....	20
Şekil 4.3.1. Yatırım & Q.....	76
Şekil 4.4.1 Doğrusallık Grafiği.....	80

KISALTMALAR LİSTESİ

- FDI : Foreign Direct Investments (Doğrudan Yabancı Yatırımlar)
- ICGN: International Corporate Governance Network (Uluslararası Kurumsal Yönetim Ağı)
- ICC : International Chamber of Commerce (Uluslararası Ticaret Örgütü)
- IFAC: International Federation of Accountants (Uluslararası Muhasebeciler Federasyonu)
- İMKB:İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
- KY:Kurumsal Yönetim
- OECD: Organisation for Economic Co-operation and Development (Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü)
- SPK: Kurumsal Yönetim Kanunu
- SPK: Sermaye Piyasası Kurulu
- TTK: Türk Ticaret Kanunu
- TKYD :Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği
- TÜSİAD:Türkiye Sanayicileri ve İşadamları Derneği

GİRİŞ

Dünyada “Corporate Governance” olarak anılan “Kurumsal Yönetim” 90’lı yıllarda ortaya çıkan iflaslar ve şirket skandallarından sonra gündeme gelmiştir. Temelinde hisse sahipleriyle olan ilişkiler ve bu ilişkileri düzenlemek için oluşturulmuş “Kurumsal Yönetim İlkeleri” yer almaktadır. Özellikle Avrupa’da konu ile ilgili olarak birçok araştırma ve çalışma yapılmıştır. Kurumsal Yönetim İlkelerine standart bir biçim getirmeye yönelik olarak 1999 yılında hazırlanan OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri bu çalışmaların başında gelmektedir. Ülkemizde ise SPK, OECD Kurumsal Yönetim İlkelerinden yola çıkarak SPK Kurumsal Yönetim İlkelerini oluşturmuştur.

OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri, tüm ülkelerde uygulanabilecek şekilde genel bir nitelik taşımaktadır. Şeffaflık, adillik, sorumluluk ve hesap verebilirlik ana unsurlardır. İlkeler yatırımcıyı korumaya yöneliktir. İlkeler öncelikle hisse senetleri borsada işlem gören halka açık şirketleri baz almaktadır. İlkelerin uygulanıp uygulanmaması gönüllülük esasına dayanmakta olup yol gösterici bir nitelik taşımaktadır. Yani uygulamaya yönelik yasal bir yaptırım söz konusu değildir.

Günümüzde hızla gelişen sermaye piyasalarında kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanması kaçınılmaz hale gelmiştir. Çünkü yatırımcılar ve çalışanlar artık kendilerine hesap verebilen, şeffaf ve iyi yönetilen şirketleri tercih etmektedirler. Kurumsal yönetim, yeterli düzeyde uygulandığı sürece uzun dönemde firmaya olduğu kadar topluma ve ülkeye de büyük yararlar sağlamaktadır. Yatırımların ve istihdamın artması, sermaye piyasalarının gelişmesi bunların başında gelmektedir.

Genel çerçevesi yukarıda anlatılan şekilde çizilen olan çalışmamızın ilk bölümü “Kurumsal Yönetim Hakkında Genel Bilgiler” başlığı altında incelenerek konu kavramsal olarak ele alınmıştır.

Çalışmamızın ikinci bölümünde “Kurumsal Yönetim İlkeleri” incelenmiştir. Üçüncü bölümde “Kurumsal Yönetim Derecelendirmesi ile İlgili Yapılan Çalışmalar” anlatılmıştır. Dördüncü ve son bölümde ise “Kurumsal Yönetimin Firma Değerine Etkisi” incelenerek çalışma sonuçlandırılmıştır. Çalışmamız hazırlanırken yararlandığımız kaynakların listesi “Kaynakça” bölümünde yer almaktadır.

I. BÖLÜM

KURUMSAL YÖNETİM HAKKINDA GENEL BİLGİLER

1.1.Yönetim, Yönetişim ve Kurumsal Yönetim

Yönetim kavramı çok geniş bir kavram olup zaman içerisinde de sürekli gelişim göstermiştir. En yaygın olarak kullanılan tanımıyla yönetim;başkaları vasıtasıyla bir hedefe ulaşmak için iş görmek olarak adlandırılır. İşletmelerde ve organizasyonlarda yönetim bir süreç olarak nitelendirilerek ; planlama, organizasyon koordinasyon ve kontrol evrelerini kapsar.

Yönetişim ise genel anlamda yönetimin sorumluluğunu ifade eder. Bu sorumluluk kamu ve özel yönetimlerde yöneten ve yönetilen arasındaki etkileşimleri, demokrasiyi ve insan haklarına saygıyı kapsar. Bireylere kendi talep ve beklentilerini ifade edebilme, haklarını rahatça kullanabilme ve sorumluluklarını yerine getirebilme olanağı sağlar. Daha özel anlamıyla yönetişim şu şekilde tarif edilebilir;

“Kaynaklar üzerinde, kontrolü elinde bulunduran otoritenin bu kaynakları ekonomik ve toplumsal gelişme için en iyi kalite ve etkinlikte kullanmasını sağlayan gelenekler ve kurumsallaşmış yapı¹”

Dünyada ”Corporate Governance” olarak adlandırılan ve ülkemizde de “Şirket yönetişimi” ismiyle de bilinen “Kurumsal Yönetim” şu şekilde tanımlanabilir;

¹ Hüsnüye Fırat Şimşek , “Homo Economicus’tan akılcıl organizasyona geçiş”, (Çevrimiçi) http://www.kalder.org.tr/preview_content.asp?contID=690&tempID=1®ID=2, 01 Haziran 2008.

“Şirketlerin kendi sorumluluklarının bilincinde olarak ,şirketin devamlılığını sağlayacak,ortakların elde ettiği değerlere karşı şirketin değerini artırabilecek ve bunu yaparken de ilişkide olduğu kurum ve kişilerle olan ilişkilerini etik değerlere uygun prensipler çerçevesinde yürütebilecek bir yapıdır. ”²

Kurumsal yönetimin belki de en ünlü tanımı 1922’de Sir Adrian Cadbury tarafından “Kurumsal yönetim, firmaların yönetildiği ve kontrol edildiği sistemdir.” şeklinde yapılmıştır.Burada kurumsal yönetim, sahipliğin yönetimden ayrıldığı mekanizmalar bütünü olarak tanımlanmıştır.Kurumsal yönetim literatüründe kurumsal yönetim tanımı iki kategoriye ayrılır; birincisi şirketlerin cari davranışlarına odaklanır- performansları, verimlilikleri, gelişmeleri, finansal yapılarına hissedarlara ve diğer ortaklara karşı tutumları.İkinci kategori firmanın yürüttüğü kuralcı bir çerçeve ile ilgilidir.Bu kurallar ise yasal sistem, yargı sistemi, finansal pazarlar ve emek pazarı gibi kaynaklardan ortaya çıkar.Birincisi kurumsal yönetim kurallarını firmanın kendi içinde değerlendirirken, ikincisi yasalar , kurumları yöneten kurallar ve bunların firma davranışları üstündeki etkisini ele alır.³ Etkin bir kurumsal yönetim ortamının oluşabilmesi iki kategoriye ait olguların sürekli etkileşim halide olmaları gerekir ki ne yasaları ne de şirket içi kuralları birbirinden kesin bir çizgiyle ayırmak mümkün değildir.Bir başka tanıma göre ise; “Kurumsal şirket yönetimi aslında şirketin yönetimi ve denetimini belirleyen sistemdir.”⁴

Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD) Kurumsal Yönetim Komitesi’ne göre kurumsal yönetim, en geniş anlamda, şirketlerin yönlendirildiği ve kontrol edildiği sistem olarak tanımlanabilir ve esasen şirketin yönetimi, yönetim kurulu, hissedarları ve diğer çıkar grupları arasındaki ilişkiler dizisini içerir. Kurumsal yönetim, şirketin amaç ve hedeflerinin saptandığı, bu amaç ve hedeflere

² Arcan Tuzcu, **Halka Açık Şirketlerde Kurumsal Yönetim Anlayışı:İMKB-100 Örneği**, Ankara, Turhan Kitabevi Yayınları, 2004 , s.16

³ Global Corporate Governance Forum, Toolkit Developing Corporate Governance of Best Practice, Volume 1 Rationale, 2005, (Çevrimiçi) <http://www.affaires-generales.gov.ma/upload/vol1cvr.pdf>, 05 Haziran 2008.

⁴ Yusuf Işık, Kurumsal Şirket Yönetimi Alanında Kavramsal Çerçeve ve Eğilimler, Dünyadaki Gelişmeler, Kurumsal Şirket Yönetimi Konferansı (14-18 Nisan 2003),**Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası İnsan Kaynakları Genel Müdürlüğü Yayınları**, Ankara, 2003,s.3.

ulaşmanın ve performansı gözetim araçlarının belirlendiği yapıyı ortaya koyar⁵. Yani kurumsal yönetim;şirket sahipleri ve yönetimin kontrolü arasındaki ilişkilerin temelidir ve şirketle ilgili kararları vermenin kural ve yöntemlerini belirler.

Kuralları, yönetmenlikleri ve en iyi uygulama yöntemlerini işaret eden;rekabeti teşvik eden ve global pazarlarda sermayeye ulaşımı sağlayan kurumsal yönetim, günlük iş akışı ile ilişkili olan (üretim, pazarlama, finans, personel) yönetimle karıştırılmamalıdır.⁶

Kurumsal yönetim; makro ekonomik politikalar, para ve sermaye piyasaları, rekabet koşulları gibi ekonominin içerisinde yer alan birçok unsurdan etkilenir.Kurumsal yönetimin kapsamına şirket performansını ve faaliyetlerini etkileyen çeşitli katılımcılar yer alır. Ortaklar, yönetim, yönetim kurulu sözü edilen başlıca katılımcılar arasında sayılabilir.Kurumsal yönetim belli ilkeler çerçevesinde uygulanır.Bu ilkeler genel olarak ; şeffaflık, hesap verebilirlik, sorumluluk ve adilliktir.

1.2. Kurumsal Yönetime Yönelik Sistemler

Dünyada kurumsal yönetime ilişkin iki temel sistem bulunmaktadır.Bunlardan ilki, sermaye piyasalarının gelişmiş olduğu Amerika ve İngiltere'de şekillenen “Anglo-Sakson Sistemi” diğeri ise Alman sistemi olarak da bilinen “Kıta Avrupası” sistemidir:

1.2.1. Anglo-Sakson Sistemi

Bu kurumsal yönetim sisteminin temelinde hissedarlara yönelik bir yaklaşım yatmaktadır. Yönetimin hissedarların çıkarlarına ve amaçlarına hizmet etmesi

⁵ OECD,Corporate Governance Principles,2004, (Çevrimiçi)
<http://www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf>, 01 Haziran 2008.

⁶ Güler Manisalı Darman, Doğru ve İyi Yönetim, (Çevrimiçi)
<http://www.cgscenter.org/doc/DOGRUVEIYIYONETIM.pdf>, 5 Haziran 2009.

vurgulanmaktadır. Bu model temel olarak şirket üst yönetimi ile hissedarlar arasındaki ilişkilere dayalıdır. Yönetim kurulunun özellikleri, şeffaflık, kamuyu aydınlatma ve hissedarlara tanınan haklar anahtar role sahip konulardır. Hissedarların temsil etmekte de yükümlü olan yönetim kurulları, üst yönetimin şirketi hissedarların talep ve beklentileri doğrultusunda idare edip etmediğini denetlemekle sorumludur. Bu modelde karlılık, hissedarların en önemli beklentisi olarak kabul edildiği için yönetimin temel amacı hisse başına karları artırmaktır⁷.

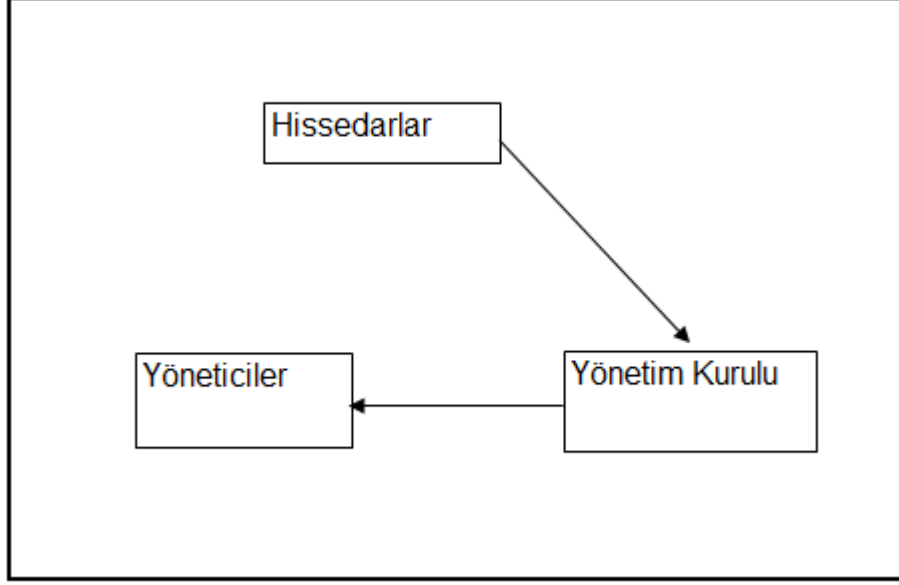
Burada modele şekil veren tarafın hissedarlar olduğu düşüncesindeyiz. Öyle ki hissedarlar kar elde etmeyi beklentilerinin ilk sırasına aldıkları sürece yönetim de karar almada sonucun karlılığa etkisini baz alacaktır. Tek beklentisi karlılık olan hissedar yapısının firmaya uzun vadede getiri sağlamayacağını, yatırım kararlarını engelleyeceğini firma gelişimine olumlu katkılar sağlamayacağı açıktır.

Anglo-Sakson yaklaşımında, kurumsal yönetim konsepti hissedarlar ve yöneticiler arasındaki güvenilir ilişkiyi baz alır. Bu açıdan, Anglo –Sakson sistemi kişisel çıkar ve dağıtılmış pazarlar kendi kuralları ile hareket ederler düşüncesi ile kurulmuştur. Bu da kısa dönemli ve kar merkezci bir yaklaşımdır.⁸

⁷ Tuzcu, **a.g.e.**, s.36-43

⁸ Lucian Cernat, The Emerging, European Corporate Governance Model: Anglo –Saxon, Continental, Or Still The Century of Diversity?, **Journal of European Public Policy**, Şubat 2004, s.149, (Çevrimiçi) <http://www.informaworld.com>, 23 Ekim 2008

Şekil 1.2.1.1. Kurumsal Karar Vermede Anglo-Sakson Modeli



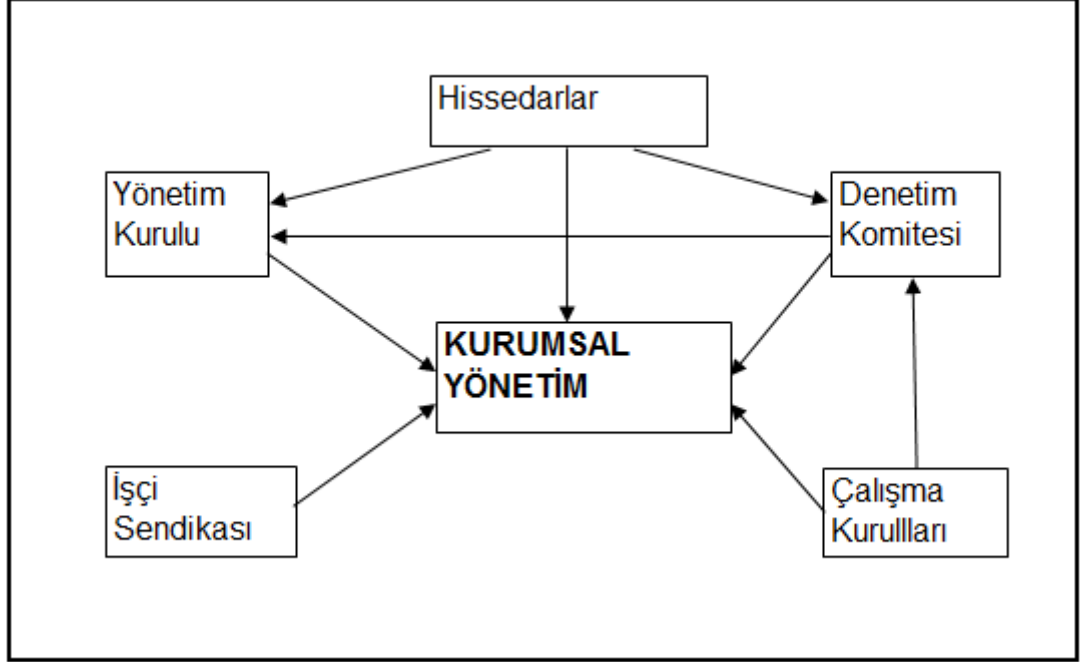
Kaynak: Lucian Cernat, The Emerging, European Corporate Governance Model: Anglo –Saxon, Continental, Or Still The Century of Diversity?, **Journal of European Public Policy**, Şubat 2004, s.153, (Çevrimiçi) <http://www.informaworld.com>, 23 Ekim 2008

1.2.2. Kıta Avrupası Sistemi

Kıta Avrupası yaklaşımına göre durum biraz daha farklıdır. Kıta Avrupasal kapitalist model sadece hissedarların ilgisini dikkate almaz aynı zamanda ilgili paydaşları da duruma ekler. Genellikle en önemli paydaşlar, kurumsal seviyede stratejik kararlarda temsilciler ve konseyler aracılığı etkin rol oynayan çalışanlardır. Anglo-Sakson modelinden farklı olarak, bu sistemde genellikle iki kademeli yönetim kurulu vardır; Yönetim Kurulu ve Denetim Komitesi. Avrupada birçok ülkede çalışanlar denetim kurulunu seçme ya da aday önerme hakkına sahiptirler.⁹

⁹ A.g.e. s.153

Şekil 1.2.2.1.Kurumsal Karar Vermede Kıta Avrupası Modeli



Kaynak: Lucian Cernat, The Emerging, European Corporate Governance Model: Anglo –Saxon, Continental, Or Still The Century of Diversity?, **Journal of European Public Policy**, Şubat 2004, s.154, (Çevrimiçi) <http://www.informaworld.com>, 23 Ekim 2008

Başta Japonya olmak üzere Kıta Avrupası'nın çoğunda geçerli olan bu sistem kurumsal yönetimin paydaş modeli üzerinde durmaktadır.

Bu bakış açısı hissedarlar kadar firma için uzun dönemde değer yaratan diğer tüm paydaşların katkısını göz önüne alır.Hissedarlar kadar şirketin hem iç hem de dış çevresindeki paydaşlarıyla olan ilişkilerin dikkate alınması,bu grupların çıkarlarının korunması ve beraberinde şirketlerin topluma karşı birtakım sosyal sorumlulukları yerine getirmesi gerektiği görüşünü desteklemektedir.Şirketlerin yalnızca kâr amacıyla kurulduğu ve sadece hissedarlarına karşı ekonomik sorumluluğu bulunduğu görüşünü reddetmektedir¹⁰.

¹⁰ Tuzcu , a.g.e., s.36-43

Görüldüğü gibi bu model, şirketlerin kar merkezci geleneksel yapıdan uzaklaşıp hissedarların yanında çalışanlar, müşteriler, tedarikçiler, devlet, finans kurumları gibi şirket ile ilişkili tüm tarafları gözetmelerini ifade etmektedir. Bu yaklaşım uzun vadede şirketlere büyük faydalar sağlayacaktır.

Yukarıda anlatılan iki sistemi farklı açılardan karşılaştırdığımızda Anglo Sakson sisteminde bankaların firma ile ilişkileri düşük seviyede gerçekleşirken, Kıta Avrupası'nda firmalar bankalar ile gözlemleme, karar verme ve yeniden yapılandırma konularında yoğun olarak çalışmaktadır. Yine ilk sistemde firma kaynaklarının çoğunluğunu banka kredileri oluştururken bu oran Kıta Avrupası sisteminde oldukça düşük seyretmektedir. İlk sistemde yöneticilere yüksek seviyede teşvikler sağlanırken ikincisinde bu oran düşüktür. Daha genel açıdan bakıldığında Anglo Sakson sisteminde banka yasal sistemi firmaları koruyucu bir yapı sergilerken, ikinci sistemde kredi verenler korunmuştur. Azınlık hakları ilk sistemde daha çok korunup, çoğunluk paylara sahip hissedar haklarına sınırlamalar getirilirken Kıta Avrupası sisteminde tam tersi bir yapı oluşmuştur.¹¹

Görüldüğü gibi her iki sisteminde çeşitli durumlarda farklı olumlu ve olumsuz yönleri karşımıza çıkmaktadır.

1.3.Dünyada Kurumsal Yönetim Gelişmeleri ve Sabranes Oxley Yasası

Kurumsal yönetim uygulamalarına bakıldığında ülkeler arası farklılıklar olduğu görülmektedir.

Literatürdeki görüşlerden biri bu farklılıkların ülkelerin legal yapılarından kaynaklandığıdır.¹² Legal yapının ve yaptırımların yatırımcıyı daha etkin bir şekilde koruduğu ülkelerde kurumsal yönetim uygulamaları kaçınılmaz hale gelebilmektedir.

Diğer bir görüş ise kültürün etkisi üzerinedir. Bu açıdan bakıldığında dinin etkisi ülkenin hissedar ve azınlık haklarını üzerinde tahmin etmede rol

¹¹ Ralph P.Heinrich, Complementarities in Corporate Governance, Springer, Germany, 2002, s.12

¹² La Porta, Rafael v.d, **Law and Finance**, Working Paper 5661, Cambridge, NBER, July 1996, (Çevrimiçi) <http://www.nber.org/papers/w5661>, s.55 , 17 Ağustos 2009.

oyunmaktadır. Protestan ülkelerde katolik ülkelere oranla hakların çok daha güçlü olduğu görülmüştür.¹³

ABD’de 2002’de çıkarılan Sabranes-Oxley Yasası ile dünyada kurumsal yönetim alanında yapılmış düzenlemelerin en önemlisi gerçekleştirilmiş oldu.

2001 ve 2002 yıllarında A.B.D’de arka arkaya çok sayıda muhasebe ve şirket skandalları ortaya çıkmıştır. Aralık 2001’de, ABD’nin 7.en büyük enerji şirketi Enron un iflası, Haziran ayında Telekom şirketi Worldcom skandalı ardından diğer bir telekom şirketi Global Crossing in iflası kurumsal sektöre ilişkin düzenlemelerin tekrar gözden geçirilmesi gereğini doğurmuş ve bunun sonucunda Sarbanes-Oxley adını taşıyan yeni bir kanun çıkarılmıştır. Bu kanunda genel olarak öngörülen hususlar aşağıdaki gibidir ¹⁴:

- Halka açık şirketlerin genel müdür ve finans müdürlerinin şirketlerin mali tablolarının tam ve doğru olduğunu onaylamalarının zorunlu hale getirilmesi
- Denetim kurulu oluşturulmasının zorunlu hale getirilmesi
- Bağımsız denetçi raporlarını yönetim kuruluna değil doğrudan denetim kuruluna sunulması
- Şirket denetçisinin şirkete danışmanlık hizmetleri, yönetim danışmanlığı ve hukuki danışmanlık yapmasının yasaklanması
- Bir şirketin herhangi bir yöneticisine veya yönetim kurulu üyesine kredi sağlaması, kredinin süresini uzatması ya da üçüncü bir kişi aracılığıyla şahsi kredi sağlaması eylemlerinin hukuka aykırı olarak nitelendirilmesi,
- Mali tabloların doğru olmaması, menkul değerlerde sahtekarlık yapılması, yargının engellenmesi ve bu hataları ortaya çıkaran yetkililere yönelik eylemlerde bulunulması hallerinde çeşitli ceza ve yaptırımların uygulanması

¹³ D. Acemoglu vd., "The Colonial Origins of Comparative Development: An Empirical Investigation," American Economic Review, 91(5), December 2001, (Çevrimiçi) <http://elsa.berkeley.edu/~chad/ajr2001.pdf>, s.1369, 20 Ağustos 2009.

¹⁴ Özlem İdil Koç, AB’ye Entegrasyon Sürecinde Kurumsal Yönetim ve Öncü İki Sektör Üzerine Uygulama, (Çevrimiçi) http://bsy.marmara.edu.tr/TR/sempozyum_bildirileri/semindex.html, 28 Mart 2008.

AB’de ise kurumsal yönetime yönelik ,şirketler hukuku uzmanları çalışma grubu tarafından, Sarbanes-Oxley Kanununu esas alınarak 4 Kasım 2002’de “Avrupa’da şirket Kanunu için Modern Düzenleyici Çerçeve Hakkında” bir rapor hazırlanarak Avrupa Komisyonuna sunulmuştur¹⁵:

Bu raporda, hissedar ve alacaklılara daha ayrıntılı ve kaliteli bilgi sunulmasıyla birlikte kurumsal yönetim yapısı hakkında bilgilendirme standartlarının geliştirilmesi önerilmiştir. Tüm hissedarların haklarının güçlendirilmesi ve azınlık haklarının korunması için elektronik kolaylıkların sağlanması, böylece mevcut olmayan hissedarların oylama yapmalarının engellenmesi gündeme alınmıştır. Ayrıca yönetim kurulu yapısı, yetkilerinin güçlendirilmesi ve özellikle firma ödeme gücüğü içine düştüğünde yöneticilerin sorumluluğunun artırılması tavsiye edilmiştir.

Kurumsal yönetim uygulamaları konusunda son yıllarda diğer ülkelerde yaşanan gelişmeler ise şöyle özetlenebilir:¹⁶

Rusya:

Anonim Şirketler Kanunu'na 2004 yılında önemli bazı yeni düzenlemeler getirilmiştir. Söz konusu düzenlemelerle yönetim kurulu seçiminde kümülatif oy prosedürü, tüm anonim şirketlerde zorunlu kılınmıştır. Bu sistemde ortakların oy hakları, hisse sayısı ile seçilecek yönetim kurulu üye sayısının çarpımına göre belirlenmektedir. Ortaklar, bu şekilde hesaplanan oy haklarını tek bir aday için kullanabilecekleri gibi birden fazla aday arasında da dağıtabilecektir.

Yönetim kurulları için en az üye sayısı, beş kişi olarak belirlenmiştir. Yönetim kurulu üyeleri sadece toplu olarak görevden alınabilecektir. "Yönetim kurulu üyelerinin seçimi" gündemiyle toplanan olağanüstü genel kurullar, en az 50 gün önceden bildirilmek zorundadır.

¹⁵ A.g.e., s. 229

¹⁶ Dünyada Kurumsal Yönetim, (Çevrimiçi) <http://www.kurumsallasma.com/HABER003.htm>, 3 Ağustos 2008.

İsveç:

21 Nisan 2004 tarihinde, Kod Grubu adı verilen çalışma grubu tarafından "İsveç Kurumsal Yönetim Kodu" önerisi sunulmuştur. Şirketlere koda uyma zorunluluğu getirilmemiştir fakat farklı bir uygulama gerçekleştirdiklerinde bunun nedenini belirtmeleri gerekmektedir. Bu kod, yatırımcıların aktif bir rol üstlenebileceği koşulları hazırlamak, hissedarlar, tepe yönetim ve yönetim kurulu arasında güç dengesi sağlamak, hissedarlara eşit davranma ve şeffaflık ilkelerini yerleştirmek amacıyla geliştirilmiştir.

Güney Kore:

Güney Kore hükümeti, tasarruf bankalarında alınan hisselerin bildirilmesi kuralının ihlalinde görülen artışı engellemek için bir takım önlemler almıştır. Söz konusu ihlaller, tasarruf bankalarının büyük ortaklarına kredi sınırlandırması getirilmesini güçleştirmektedir. Tasarruf bankalarında hisse alan yatırımcıların birikimlerini başka kişilerin adına kaydettilerik olarak düşük gösterme eğiliminde olduğu ifade edilmektedir. Yeni düzenlemeyle birlikte, birikimlerinin gerçek tutarını bildirmeyen yatırımcıların oy kullanma hakkı askıya alınmaktadır. Ayrıca, bu durumdan haberdar olan banka yöneticileri için de yasal yaptırımlar getirilmiştir.

Japonya:

Japonya , 2009 yılından itibaren halka açık şirketlerin hisseleri için sertifika çıkarılmaması kararı almıştır. Bu sistemle hisse alım satımları sertifikaların fiziksel olarak el değiştirmesi yerine, ilgili tarafların hesaplarındaki borç / alacak kayıtlarıyla yürütülecek ve sertifikalar geçersiz sayılacaktır. Diğer ülkelere baktığımızda;

Fransa'da yeni ekonomik düzenleme yasası çıkarılmıştır. Burada yönetim kurulu başkanı-genel müdür ayırımı üzerinde durulmuştur. Gerek finansal düzeyde ,gerek yönetim kurullarında oy verme hakkında bazı iyileştirmeler yapılmış ve bir de kod yayınlanmıştır. Almanya'da ilk defa hükümetin onayladığı bir gönüllü kod

çıkarılmıştır.Fakat hükümet aynı zamanda şirket birleşmelerini zorlaştıran bir karar almıştır.İtalya’da ise yönetimde biraz daha bağımsızlık yönünde bir de borsada kote olmak için koşullar biraz daha elverişli hale getirilmiştir.¹⁷

Günümüzde Dünya Bankası, OECD, Uluslararası Kurumsal Yönetim Ağı (ICGN), Uluslararası Ticaret Örgütü (ICC), Uluslararası Kurumsal Yönetim Forumu gibi kuruluşlar kurumsal yönetim kodları ve en iyi uygulama şekilleri ile ilgili çalışmalar yapmakta, kurumsal yönetimin önemini internet sitelerinde vurgulamaktadırlar.

1.4. Kurumsal Yönetimin Türkiye’de Gelişimi

Global ekonomiler üzerinde etkisini gösteren Kurumsal Yönetim kavramı kaçınılmaz olarak Türkiye’de de tartışılmaya başlanmıştır.

Türkiye’ye 1990’lar boyunca düşük seviyede doğrudan yabancı sermaye yatırımının gerçekleşmesi şeffaflık, hissedar hakları ve yolsuzluk konularında

Türkiye’nin uluslararası karşılaştırmalı çalışmalarda olumsuz puanlar almasının sonucudur.Türkiye’nin kurumsal yönetim altyapısında diğer ülkelere görece olarak zayıf olması ekonomiyi sağlıklı bir yatırım ortamından uzaklaştırmış ve piyasaların kurumsal bir yapıda faaliyet göstermesini engellemiştir.Küresel anlamda kurumsal yönetim kavramının popüler bir yönetim uygulaması haline gelmesinin yanında Türkiye’deki ekonomik çevrenin taşıdığı bu olumsuz özelliklerin de ortadan kaldırılma çabası normatif kurumları harekete geçirerek 2003 yılında SPK Kurumsal yönetim ilkelerinin ortaya çıkmasını sağlamıştır.¹⁸

Yine 2003 yılında Kurumsal Yönetim anlayışının ülkemizde tanınmasını ve gelişmesini sağlamak, en iyi uygulamalarıyla hayata geçirilmesini sağlamak

¹⁷ Işık, **a.g.e.**, s.14

¹⁸ Mustafa Kurt ve Murad Kayacan, Kurumsal Yönetimde Finansal ve Yönetimsel Konular: Kurumsal Yönetim İlkeleri’nin içerik analizi, (Çevrimiçi), [http://isl.etu.edu.tr/TOBB%20\(E\)/TOBB%20Bildiri/07.%20A4.%20Oturum/03.%20Mustafa%20Kurt.%20Murat.doc](http://isl.etu.edu.tr/TOBB%20(E)/TOBB%20Bildiri/07.%20A4.%20Oturum/03.%20Mustafa%20Kurt.%20Murat.doc), 28 Kasım 2008

amacıyla Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği (TKYD) kurulmuştur. Dernek, sayısı 450'e yaklaşan yönetim kurulu üyesi ve üst düzey yöneticiden oluşmaktadır. Dernek konu ile ilgili araştırmalar yapmakta, seminerler düzenlemektedir. 2004 yılında OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri'nin Türkçe çevirisi de TKYD tarafından yapılarak yayınlanmıştır.¹⁹

2002 yılının Aralık ayında ise Türk Sanayicileri ve İşadamları Derneği (TUSİAD), Türk şirketlerinin, uluslararası rekabet koşullarına ve Türkiye'nin değişen ekonomik yapısına daha iyi uyum göstermelerini sağlamak amacıyla, şirket yönetim prensiplerini yeniden gözden geçirmelerine yardımcı olacak bir Kurumsal Yönetim Kodu hazırlamıştır.

“Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi” başlıklı rapor; özel şeffaflık, hesap verebilirlik, adillik ve sorumluluk ilkelerinden oluşmakta ve şirketlerin bu ilkeler çerçevesinde yapılanması üzerinde durmaktadır²⁰.

Sermaye Piyasası Kurulu'nun İMKB ile birlikte yürüttüğü çalışmanın sonucu olarak Kurumsal Yönetim İlkeleri'nde yer alan prensipleri uygulayan şirketlere yönelik olarak İMKB bünyesinde Kurumsal Yönetim Endeksi oluşturulmuştur. Konu ile ilgili detaylı bilgi çalışmamızın 3. bölümünde yer almaktadır.

¹⁹ www.tkyd.org, (Çevrimiçi), 28 Kasım 2008

²⁰ TUSİAD, Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi, (Çevrimiçi), www.tusiad.org, 28 Kasım 2008

Tablo 1.4.1. 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
Türkiye	6.1
Çin	4.9
Rusya	4.9
Hindistan	4.8
Filipinler	4.7
Endonezya	4.5
Kazakistan	4.3
Mısır	4.0
Arjantin	3.0
Azerbeycan	2.8

Kaynak: Aslı N. Tekninay, Kurumsal Yönetimin Kapsamı Genişliyor, **Capital**, Yıl:14, Sayı :2006/2, s.60

Dünyanın önde gelen insan kaynakları danışmanlık şirketlerinden Heidrick & Struggles'in iki yılda bir yayınladığı Kurumsal Yönetim Raporu'nun sonuncusu (2007 raporu) iyi kurumsal yönetim uygulamaları açısından 10 ülkeyi şöyle sıralandırmaktadır²¹:

İngiltere 14,78

Hollanda 14,54

İsviçre 14,18

Fransa 13,75

İsveç 13,52

Portekiz 13,15

Belçika 12,66

İspanya 12,20

İtalya 11,59

Almanya 11,47

Tablo 1.4.1'de Türkiye'nin kurumsal yönetimde son olarak hangi seviyede olduğu görülmektedir. Türkiye'nin diğer ülkelere nazaran ortalamanın üstünde bir gelişim göstermiş olduğu söylenebilir. Fakat bu puan kurumsal yönetim uygulamaları açısından yeterli değildir ve bu alanda yapılacak olan çalışmaların paralelinde artacağı beklenmektedir.

OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri Nisan 2004 tarihinde üye ülkelerin bakanlarının onayıyla revize edilmiştir. SPK'da "2004 OECD Kurumsal Yönetim

²¹ Ali Perşembe, Avrupa'da Kurumsal Yönetişim: Çıtayı Yükseltmek, (Çevrimiçi) <http://www.dunyagazetesi.com.tr/yazar.asp?authId=83&id=3940>, 28 Kasım 2008

İlkeleri” ile Sermaye Piyasası Kurulu “Kurumsal Yönetim İlkeleri” arasındaki uyumu sağlamak amacıyla Şubat 2005’de kendi ilkelerini güncellemiştir²².Güncellemeyle birlikte alınan kararlar şu şekildedir.²³

Güncelleme ile şirketlerde üst düzey yöneticilerin ücret ve benzeri adlar altında şirketlerden aldıkları maddi menfaatleri açıklamanın yanı sıra şirket ortaklarına genel kurulda bu konuda öneride bulunma imkanı getirilmiştir.

Şirketler, sınır ötesi pay sahiplerinin başta oy hakkı olmak üzere ortaklık haklarının kullanımını kolaylaştıracak tedbirleri almakla yükümlü kılınmıştır.

Menfaat sahiplerinin haklarını genişletecek şekilde “Şirketin kurumsal yönetim uygulamaları, menfaat sahiplerinin mevzuat ve karşılıklı sözleşmelerle düzenlenen haklarını garanti altına alır” hükmü getirilmiştir.

Menfaat sahiplerinin şirket yönetimine, yasal veya etik olmayan işlemlere ilişkin görüşlerini iletebilmeleri için bir hak tanınmıştır.

Şirketlerin İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi'ne dahil olabilmeleri için 'İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Temel Kuralları' ile 5 olması öngörülen kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirme notu'nun, 6 olarak değiştirilmesi kararlaştırılmıştır.

İMKB Kurumsal Yönetim İlkeleri Endeksi' kapsamında bulunan şirketler için kotta kalma ve kayıta kalma ücretlerinde yüzde elli indirim yapılması yönünde kotasyon ücretleri tarifesinde değişiklik yapılması hakkındaki İMKB önerisinin onaylanması kararına varılmıştır.

²² Kurumsal Yönetim Derneği&Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü , OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri 2004, s.9 (Çevrimiçi), <http://www.tkyd.org/files/downloads/oecd2004.pdf>, 08 Haziran 2008

²³SPK, Basın Açıklamaları, 2005, (Çevrimiçi) http://www.spk.gov.tr/haberduyuru/basinciklamalari/basinciklamasi_09022005.html, 20 Kasım 2008.

Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Derecelendirmesi'nde, 'pay sahipleri bölümü için yüzde 25', 'kamuyu aydınlatma ve şeffaflık bölümü için yüzde 35', 'menfaat sahipleri bölümü için yüzde 15' ve 'yönetim kurulu bölümü için yüzde 25 olarak ağırlıklandırılmasına ve derecelendirme sonuçlarının bir bütün olarak tüm ilkelere uyum' ile 'pay sahipleri', 'kamuyu aydınlatma ve şeffaflık', 'menfaat sahipleri' ve 'yönetim kurulu' ana bölümleri itibariyle ayrı ayrı olmak üzere ağırlıkları ile birlikte kamuya açıklanmasına karar verilmiştir.

1.5.Kurumsal Yönetimin Amaçları

Kurumsal yönetimin genel olarak uygulama amacı şirkete dahil çıkar sahiplerinin haklarını korumak ve yönetimin faaliyetlere olan etkisini daha demokratik kılmaktır.Şirketin kurumsal yönetim ilkelerini benimsemeleri yatırım kararları için de önem teşkil etmektedir.Yatırımcılar korundukları ve şirketi kontrol edebildikleri sürece o şirkete yatırım yapmak isteyeceklerdir.Bunun aksi şirkete yatırım yapılmasını engeller ve şirketin dışardan finansman imkanını azaltır.

Kurumsal yönetimin uygulamasının başlıca amaçları maddeler halinde şu şekilde açıklanabilir:²⁴

- Yatırımcı haklarının korunması
- Firmanın üst yönetimindeki kişilerin güç ve yetkilerin belirli ölçülerde kısılarak keyfi veya özel çıkarlara hizmet edecek şekilde kullanılmasının engellenmesi
- Şirket hissedarlarının adil ve eşit muameleye tabi tutulmasının sağlanması

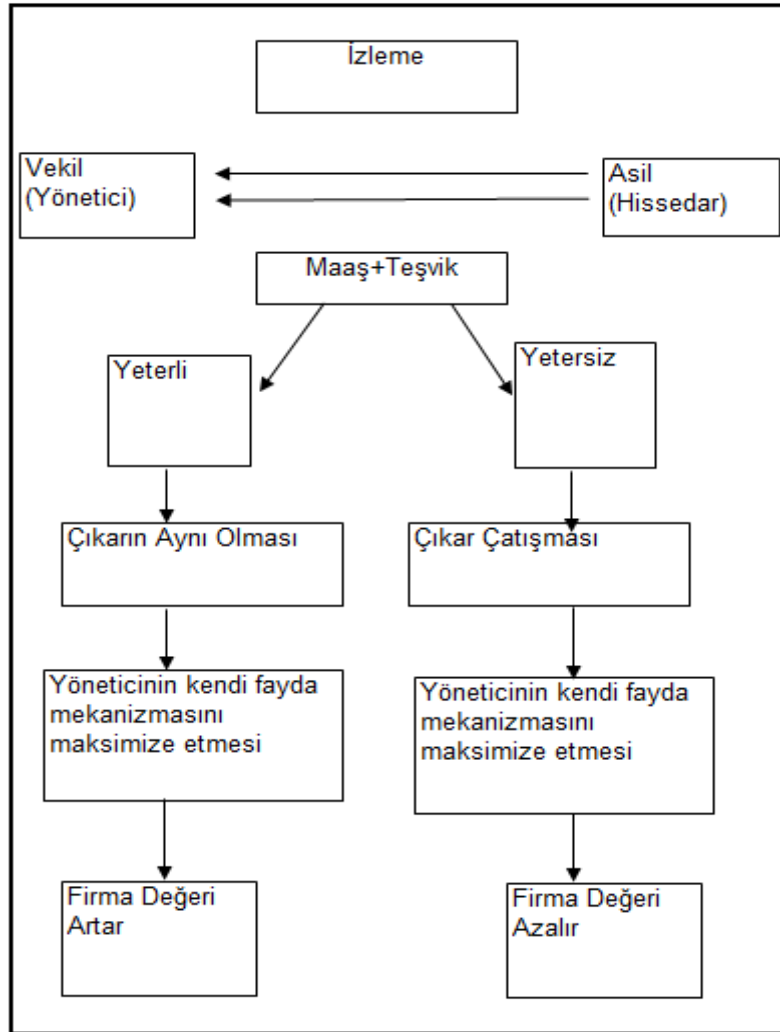
²⁴ Coşkun Can Aktan , 2005, Kurumsal Yönetiminin Amaçları , (Çevrimiçi)
<http://www.canaktan.org/yonetim/kurumsal-yonetim/amaclar.htm> , 01 Haziran 2008 (Çevrimiçi)
www.makalaem.com, 03 Haziran 2009.

- Şirketle ilişki içerisinde olan menfaat gruplarının haklarının korunması,güvence altına alınması
- Kamuoyunun şirketin finansal durumu ve faaliyetleri hakkında aydınlatılması,şeffaflığın sağlanması ,hisse senedi yatırımcıları için önemli olan bilgilerin zamanında ve eksiksiz olarak erişilmesi kolay bir şekilde açıklanması
- Yönetim kurulunun sorumluluklarının açık olarak belirlenmesi
- Şirket üst yöneticilerinin alınan kararlar ve şirket faaliyetleri ile ilgili olarak pay sahiplerine ve diğer çıkar sahiplerine hesap verme sorumluluğunun sağlanması
- Şirket kazancının pay sahiplerine ve daha genel olarak tüm menfaat sahiplerine hakları oranında geri dönüşümünün sağlanması
- Büyük hissedarların azınlık hisselerine el koyma tehlikesinin önüne geçilmesi uzun vadeli yatırım yapan kurumsal yatırımcılar açısından güven tesis edilmesi ve sermaye maliyetinin düşürülmesi, şirketin hisse senedi ihracı yoluyla finansman kaynaklarına kolay erişim imkanlarının arttırılması.
- Vekalet maliyetlerinin (agency cost) azaltılması:

Vekalet maliyetleri, literatürde hissedarlar ile yöneticilerinin amaçlarının farklılaşması sonucunda ortaya çıkan ve firma değerinin düşmesiyle sonuçlanan maliyetler olarak tanımlanır.Örneğin bir yönetici karar alırken kendi kişisel çıkarlarını firma çıkarlarının önüne geçecek şekilde bir tutum sergiliyorsa vekalet maliyetinin ortaya çıkması kaçınılmazdır.

Bu çıkar çatışmalarının önlenmesinde kurumsal yönetim kavramı ve ilkeleri sorunun çözümüne bir yönelik bir girişim ve araç olarak karşımıza çıkmaktadır.²⁵

Şekil 1.5.1.Vekalet İlişkisi, Çözüm Yolları ve Sonuçları:



Kaynak: Academy Araştırma Merkezi, **Activeline Gazetesi**, Vekalat Maliyetlerine Dikkat, No:47, 01.02.2004 s.6 (Çevrimiçi) www.makalaem.com, 03 Haziran 2009

²⁵ Active Academy Araştırma Merkezi, **Activeline Gazetesi**, Vekalat Maliyetlerine Dikkat, No:47, 01.02.2004 s.6, (Çevrimiçi) www.makalaem.com, 03 Haziran 2009.

1.6.Kurumsal Yönetimin Önemi ve Ortaya Çıkış Nedenleri

Kurumsal yönetim konusu son yıllarda iş dünyasının, şirketlerin ve yatırımcıların oldukça ilgisini çeker hale gelmiştir.Yatırımcılar kurumsal yönetim ilkelerine bağlı, şeffaf, hesap verebilen, adil ve katılımcı firmaları tercih etmekte, yine çalışanlarda böyle firmalara hizmet etmek istemektedirler.

Yapılan bir araştırmada gelişmiş ülkelerde yatırım yapmak için firmalar seçilirken kurumsal yönetim faktörlerinin önem sıralaması şu şekilde gerçekleşmiştir²⁶:

- 1)Finansal raporlamanın kesinliği ve doğruluğu
- 2)Açıkca tanımlanmış kurumsal yönetim düzenlemeleri
- 3)Finansal raporlamanın kapsamı
- 4)Çıkar çatışmalarının saptanması
- 5)Yasalarla güçlendirilmiş azınlık hakları korunması
- 6)Bağımsız üyelerin varlığı
- 7)Finansal raporlamanın zamanlaması
- 8)Üst yönetimin performansına göre ücretlendirilmesi
- 9)Firma ve aile çıkarları arasındaki farklar

²⁶ Mc Kinsey&Company, Giving New Life to the Corporate Governance Reform Agenda For Emerging Markets, s.5 (Çevrimiçi)
<http://www.mckinsey.com/clientservice/organizationleadership/service/corpgovernance/pdf/EmergingMarketOpinion.pdf>, 05 Haziran 2009

James Wolfensohn kurumsal yönetimin önemini “Firmaların uygun kurumsal yönetimi dünya ekonomisinde ülkelerin yönetimi kadar kritik bir yer alacaktır.” Şeklinde vurgulamıştır.²⁷

Kurumsal yönetim;ekonomik ve sosyal başarılar ile bireysel ve toplumsal çıkarlar arasında denge sağlamakla ilişkilidir.Burada temel;kaynakların etkin kullanımını ve bu kaynakların sahiplerine hesap verilebilirliktir.Amaç; bireylerin, kurumların ve toplumun çıkarlarını gözetmektir.²⁸

Temelde bireylerin çıkarlarını gözetmek amacı ile başlayan kurumsal yönetim uygulamaları, firmaya ve firmanın bulunduğu ülke ekonomisine katkı sağlayacaktır.Tüm firmaların aynı yönde adım atması ile kurumsal yönetimin global çapta ekonomilere olan etkisi daha çarpıcı hale gelecektir.

“(...)Şirketler değerlendiriliyor ve yüksek değerlendirme notuna sahip şirketlerle iş yapılıyor, bankalarda da böyle oluyor.Dolayısıyla kurumsal şirket yönetimi hem öz olarak sağlıklı olduğu zaman iyi ilişkiler kurabiliyor hem de özün ötesinde imaj nedeniyle dünyadaki diğer şirketlerle ilişkileri bakımından.Son nokta da bir anlamda yatırımın üç aşamasıda, yani başlanması, fonların toplanması, fiilen yapılması, bunun için kaynak ayrılması gerçekleştikten sonra da denetlenmesi aşamalarının tamamı kurumsal şirket yönetiminin alanına giriyor”²⁹.

Bugünün iş yaşamında iyi yönetimin temelini kurumsal yönetim oluşturmaktadır.Kurumsal Yönetim’e artan ilginin nedenlerini maddeler halinde şöyle açıklayabiliriz.³⁰

- Sermayenin dolaşımı

²⁷ CACG Guidelines, “Principles For Corporate Governance In The Commonwealth”,Final Version,1999, (Çevrimiçi) http://www.nfcgindia.org/pdf/cacg_guidlines.pdf, 3 Mart 2009.

²⁸ Center For Corporate Governance, The Significance of Corporate Governance, (Çevrimiçi) http://www.ccg.uts.edu.au/corporate_governance.htm, 3 Mart 2009.

²⁹ Işık, a.g.e., s.5

³⁰ a.e., s. 99

- Sermaye dağılım kararlarının ve performans izlemenin karmaşıklaşması
- Şirketlerin ekonomi üzerindeki etkileri olarak bilinen dışsallıklar
- Büyük çöküşler

Kurumsal yönetimin ortaya çıkışının nedeni büyük ölçüde 1990'lı yıllarda gündeme gelen finansal krizler ve özellikle şirket skandallarıdır. Yani, kurumsal yönetim ortaya çıkan finansal krizler ve şirket skandallarına bir çözüm olarak zorunlu olarak oluşmuştur.

ABD'de Enron ve WorldCom, İtalya'da Parmalat, Hollanda'da Ahold ve Çin'de Yanguangxia skandalları gözleri bir anda şirket yönetim ve denetimlerine çevirmiştir. Günümüzde şirketlerin finansal durumları faaliyet gösterdikleri ülkenin ekonomisi ve siyasi yapısından etkilendiği kadar diğer ülkelerde yaşanan siyasal ve finansal gelişmelerden de olumlu veya olumsuz yönde etkilenebilmektedir. Bu bağlamda finans piyasalarının entegrasyonu sonucunda ortaya çıkan global finansal krizler pek çok ülkeyi ve pek çok şirketi etkileyebilmektedir. Hisselerin yayılması ya da kreditorlerin çoğalması denetim ihtiyacını ortaya çıkarmakta ve kurumsal yönetim anlayışını uygulamaya zorlamaktadır. Bu ihtiyaç kriz dönemlerinde daha da artarak ortaya çıkmaktadır. Kurumsal yönetimin, finansal krizlere karşı daha dayanıklı bir şirket yapısı oluşmasına olanak kılması bu yöndeki çalışmaların ortaya çıkmasının bir diğer nedenidir³¹.

Endeksteeki portföylere ve holdinglere daha çok paralar yatırıldıkça ve de büyük uluslararası şirketler kuruldukça hissedarlar arasındaki demokrasi de daha önemli hale gelmiştir.³² Bu da adillik ilkesinin kurumsal yönetimin bir parçası olmasını kaçınılmaz hale getirmektedir.

³¹ Aktan, (Çevrimiçi) <http://www.canaktan.org/yonetim/kurumsal-yonetim/onemi.htm> , 1 Haziran 2008.

³² Jon Ralls, Corporate Governance - who cares?, 1997, (Çevrimiçi) http://www.wolf.co.uk/ifs/9706_cvr.htm, 01.06.2008.

Reel ekonomilerdeki en önemli problemlerden biri de asimetrik bilgidir. İçeriden öğrenenler her zaman hissedarlardan daha çok bilgiye sahiptir.Kurumsal yönetim ilkelerinde yer alan içeriden öğrenenlerin kamuya duyurulması hususu asimetrik bilgiyi azaltmakta ve hissedarların menfaatlerine uygun şekilde hareket etmek konusunda yönetimin dikkatini çekmektedir.

Globalleşmenin önemli bir etkisi de sermaye piyasalarında görülmüştür. Uluslararası sermaye hareketleri hız ve esneklik kazanmıştır.Bunun sonucu olarak derinleşen finansal piyasalarda, yatırımcılar uzun vadeli yatırımları için şirketlerin güvenilir ve istikrarlı olmasına önem vermektedirler.

Gelişmekte olan ülkelerin globalleşme açısından bakıldığında amacı yabancı yatırımcılar için daha cazip olacak biçimde sosyal ve politik yapılarını değiştirmek olmalıdır.Bu sosyal gelişim ile birlikte ekonomiyi çeşitlendirmek için anahtar noktadır.Globalleşmenin kalitesi ve geleceği gelişmekte olan ülkelerdeki yatırımcıların yönlendirmesiyle olacaktır.³³Yatırımcılar kısa süreli kar elde etmek için spekülatif olarak kar elde etmek yerine, uzun vadede güvenilir firmalara yatırım yaptıkları zaman, firmaları kurumsal yönetim uygulamaları konusunda doğal olarak teşvik etmiş olacaktırlar.

Özelleştirilen şirketlerde ise, artan finansman ihtiyacının tedariki için daha fazla yatırımcı çekmek söz konusu olmuş bu da kurumsal yönetim ilkelerinin önem kazanmasına neden olmuştur.

Devletler özelleştirme yapmadan önce , özelleştirme sırasındaki gelirlerini maksimize etmek için kurumsal yönetimi destekleyici yasalar çıkarabilirler.Yani özelleştirme kararı alındığında yasalar düzenlenir.Bunun tersi bir görüş de, devletlerin özelleştirmenin sonucu olarak yasalar çıkardığı konusundadır.Nitekim,

³³Kapsar Muller, Corporate Governance and Globalisation-The Role and Responsibilities of Investors, (Çevrimiçi) http://www.ellipson.com/files/debate/debate_summer_02e.pdf s .9, 4 Haziran 2009.

konu hakkında yapılan bir araştırma sonucunda iki görüşten herhangi birini doğrulayıcı nitelikte kesin bulgular elde edilememiştir³⁴.

1.7.Kurumsal Yönetimin Sağlayacağı Yararlar

Kurumsal yönetim, sadece söz konusu yönetim ilkelerini uygulayan şirkete değil, aynı zamanda şirketle doğrudan ve/veya dolaylı bir ilişki içerisinde olan tüm menfaat sahiplerine yararlar sağlar. Başka bir ifadeyle, kurumsal yönetimin, bu ilkeleri uygulayan şirkete, hissedarlara, çalışanlara, müşterilere, kurumsal yatırımcılara, tüm topluma ve devlete sağlayacağı yararlar bulunmaktadır.

Kurumsal yönetim uygulamasının şirkete, ülkeye ve topluma sağlayacağı yararları şu şekilde özetleyebiliriz:³⁵

- Organizasyon arasındaki iletişimi geliştirir.
- Fikir ayrılıklarını minimize eder
- Ana stratejiye odaklanmayı sağlar
- Verimi ve etkinliği artırır
- Faydaları sürdürülebilir hale getirir.
- Şirket imajına katkı sağlar.
- Müşteri tatminini yükseltir.
- Yatırımcının güvenini kazanılmasını sağlar.

Kurumsal yönetim kalitesindeki artış firmanın fon maliyetinin azalmasına sebep olurken kredi temin edebilme olanağını artırır ve yatırımları destekler.Bunun da ötesinde, iyi yönetilen firmalar, ileri teknoloji kullanarak verimliliklerini arttırmakta yöneticilerin ve lisans sahiplerinin daha güçlü teşvikler sağlayarak ilgisini

³⁴ William Mabe, Privatization and Corporate Governance: The Effect of Privatization on Shareholder Rights, Financial Disclosure, and Insider Trading Laws in the Developed Economies," 01 Eylül 2005, (Çevrimiçi) http://www.allacademic.com/meta/p40097_index.html s.1-27, 3 Haziran 2009.

³⁵ Building Good Corporate Governance Practices, (Çevrimiçi) http://www.ey.com/global/content.nsf/Indonesia/services_-_Business_Risk_-_Corporate_Governance, 12 Ağustos 2008.

çekmektedirler.Bunun sonucu olarak kurumsal sektördeki sermaye daha etkin bir şekilde dağılarak üretkenliğin yaygınlaşması artmaktadır³⁶. Makroekonomik açıdan da kurumsal yönetimin üretkenlik artışına katkısı son derece önemlidir.

Liberalleşmiş finansal pazarlarda yatırımcıların tercih yapma seçenekleri çok fazladır.Yatırım ürünlerinin kolayca alınıp satılması yatırımcının tercihini bir üründen diğerine kolayca yöneltmesine olanak sağlamaktadır. Böyle bir ortamda daha açık ve şeffaf şirketler tercih edilecektir.

Sermaye en iyi kullanılacak şekilde dağıtıldığında gelişim de en yüksek şekilde sağlanacaktır. Güven ve şeffaflık yatırımcıların firmalara yatırım yapmasını sağlar.Bu yabancı yatırımcıları da ülkeye yatırım yapmaları için isteklendirecektir. Eğer yatırımlar artarsa ekonomiler arası üretkenlik ve verimlilik de artacaktır.³⁷

Kurumsal olarak yönetilen şirketin sahip olduğu güç ve vaat ettiği şeyler açıktır.Bu şirketler daha sağlam, daha çoğulcu ve daha uyarlanabilir karar alma süreçlerine sahiptir.Bu şirketlerde daha fazla yeni fikir üretilir.Gözetim süreci kişilere daha az bağlıdır.İçerik kapanıklık ve sahte mutabakatlar yüzünden örgütün körleşme ve hatalı politikalara saplanıp kalma riski daha azdır.Kurumsal olarak yönetilen şirketin izlediği politikalar örgütü kendi pazarları karşısında hesap verebilir hale getirir.³⁸

Dünyanın önde gelen Pazar araştırmaları şirketi MORİ'nin başkanı Sir Robert Worcester'in ise konu ile ilgili yorumu şu şekildedir:³⁹

"(...)Ayrıca yine iyi kurumsal yönetime sahip olmayan şirketlerde kimse çalışmak istemez.İK yöneticileri ve diğer üst düzey yöneticiler bana gelecek vaat eden üniversite mezunlarının bir işe başvururken o şirketin iyi kurumsal yönetim

³⁶ Gianni De Nicolò v.d., Corporate Governance Quality:Trends and Real Effects, 05.07.2007, (Çevrimiçi) www.sciencedirect.com, 29 Aralık 2008.

³⁷ James Gordon, The Macroeconomic Benefits of Good Corporate Governance, 16 Ocak 2002, (Çevrimiçi) <http://imf.org/external/country/IND/tr/2002/pdf/011602.pdf>, 17 Mayıs 2009.

³⁸John Pound, Kurumsal Olarak Yönetilen Şirket Neler Sağlayabilir?, Harvard **Business Review Dergisinden Seçmeler-Kurumsal Şirket Yönetimi**, Çev.Ahmet Kardan, İstanbul, Mess Yayın, 2002 s.111

³⁹ N.Aslı Tekinay, **a.g.e.**, s.60

uygulamalarına ve kurumsal sorumluluğa sahip olmasına dikkat ettiklerini söylüyorlar.

Örneğin BP , bir akaryakıt şirketinden bir enerji sağlayıcısına dönüşmesini duyurmak için yaptığı reklamlara büyük paralar harcadı.Burada kurumsal sorumluluğa olan inancını vurguladı .Biz tüm dünyada BP için araştırmalar gerçekleştiriyoruz ve insanların da buna inandıklarını biliyoruz.”

1.8.Gelişmekte Olan Pazarlarda ve Türkiye’de Kurumsal Yönetim Sorunları

Gelişmekte olan pazarlarda, sağlıklı ve rekabetçi kurumsal sektör için kurumsal yönetim bir gerekliliktir.Bazı temel kurumsal yönetim sorunları tüm gelişmekte olan pazarlarda yaygındır.Bunlar;⁴⁰

- Zayıf yasal sistem
- Uluslararası muhasebe standartları uygulamalarındaki eksiklikler ve denetim hataları
- Azgelişmiş sermaye piyasaları
- Yönetim kurullarının etkin olmayan yönetim tarzı
- Azınlık haklarını korumadaki hatalar,eksiklikler.

Türkiye’de şirketlerin aile şirketi olarak faaliyet göstermesi, hisse senetleri piyasasına uzun vadeli kaynakların gelmemesi ve halka açıklık oranının düşük olması, genel kurul toplantılarına katılım oranının yetersizliği, toplantıların yasal zorunluluk nedeniyle yapılması ve yatırımcıların gündem değiştirme gibi konularda etkin katılımının sınırlı olması kurumsal yönetimin gelişimini olumsuz etkilemektedir.

⁴⁰ Güler Manisalı Darman, Doğru ve İyi Yönetim, (Çevrimiçi)
<http://www.cgscenter.org/doc/DOGRUVEIYIYONETIM.pdf>, 5 Haziran 2009

T.C.Merkez Bankası'nın 'Kurumsal Şirket Yönetimi' konulu konferansında ise konuya özetle şöyle değinilmiştir⁴¹:

Kurumsal Yönetimin uygulanmasında yaptırım en büyük sorun olarak görülmektedir.Bu kapsamda ortaya çıkan engeller;

- Yasal ,ekonomik ve sosyal yapıların değışmesinin zorluğu
- Hukuk alanındaki reformların mülkiyet yapılarından dolayı istenen sonuçları vermede zorlanması
- Ve davranışların değışmesinin zaman almasıdır.

Ayrıca rekabet koşullarının tam oluşmamış olması ve sığ piyasalar gelişmekte olan ekonomilerin en büyük sorunudur.

Devletin rolü, aktif ve örgütlü bir sivil toplumun olmayışıyla birlikte kurumsal çevrenin zayıflığı yine bu tür piyasalarda kurumsal yönetimin uygulanması için engel teşkil etmektedir.

Türkiye'ye baktığımızda ise başlıca sorunlar;

- Hukuk sistemi Kıta Avrupası/Fransız kaynaklı olması
- Devletin ekonomideki ağırlığının hala yüksek olması
- Borsanın sığ olması
- Mülkiyetin ailelerde yoğunlaşması
- Yasalar arasındaki uyumsuzluklar
- Yaptırımın zayıf olması

⁴¹ Melsa Ararat,Gelişmekte Olan Pazarlarda CG Sorunları, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası İnsan Kurumsal Şirket Yönetimi Konferansı (14-18 Nisan 2003),**Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası İnsan Kaynakları Genel Müdürlüğü Yayınları**, s.106

- İstismarın yaygın olması
- Kurumsal yönetim bilinci yeni oluşması şeklinde ortaya çıkmaktadır.

Yapılan bir araştırmada mülkiyet yapısının firma değerinin göstergesi olarak alınan Tobin's Q ile olan ilişkisi incelenmiş ve yabancı sahipli mülkiyet yapısının olduğu firmalarda Tobin's Q oranının daha yüksek olduğu görülmüştür.⁴² Mülkiyetin tek elde toplanmaması, aile şirketi tarzı yönetimleri , kurumsal şirket yönetim anlayışına götürecektir.

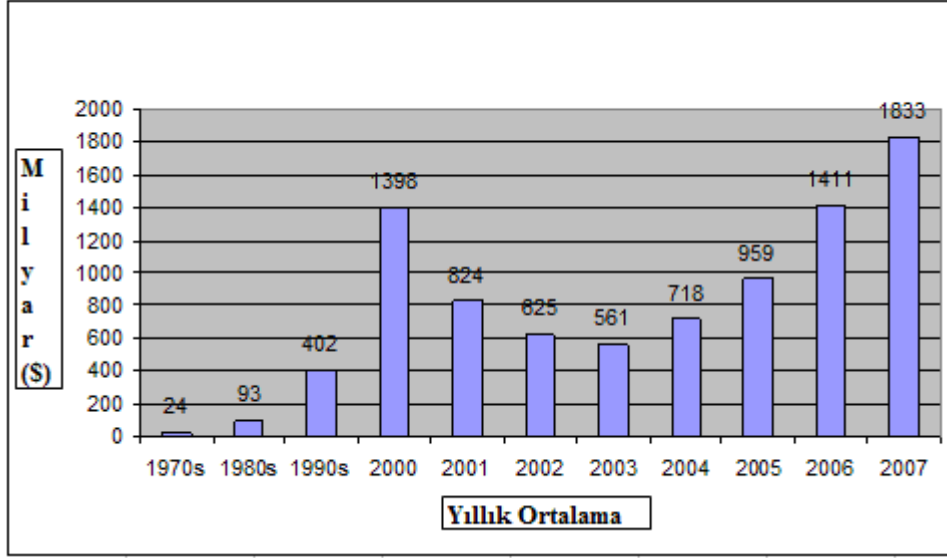
Gelişmekte olan ekonomilerin kurumsal yönetim reformları karşısında yüzleştikleri en önemli konu ilişkilere dayanan yapıdan çok kurallara dayanan bir yapı oluşturulması durumudur.Reformlar ayrıca bankalar ve şirketler arasında bağlantı kurmak, azınlık haklarını güçlendirme ve korumak, nakit toplamak amacıyla şirketin bazı iş kollarının satılmasını engellemek, aile şirketleri içerisinde de kurumsal yönetim kültürünün oluşmasını sağlamak, know-how un gelişimine katkıda bulunmak konularında mücadele etmek için öneme sahiptirler.

⁴² Randall K. Morck, Concentrated Corporate Ownership

(National Bureau of Economic Research Conference Report -Hardcover), **University of Chicago Press**, 2000, s.279

Aşağıdaki tabloda global düzeyde doğrudan yabancı yatırımların gelişimi görülmektedir. Bunun en önemli nedenlerinden biri de kurumsal yönetimin gelişimidir.⁴³

Tablo 1.8.1. Global Doğrudan Yabancı Yatırım Akışı (1970-2007)⁴⁴



Kaynak:UNCTAD World Investment Report 2008, 24.09.2008, İstanbul, (Çevrimiçi), <http://www.yased.org.tr/webportal/English/Yayinlar/Documents/UNCTAD2008-en-24-09-2008.pdf>, 18 Kasım 2008.

Türkiye’de 90’ların ortasına kadar doğrudan yabancı yatırımların payının az , yerleşiklerin ve lokal yatırımcıların payının çok yüksek olması ciddi bir “yatırımcı güveni” problemiyle karşı karşıya kalmasına sebep olmuştur. UNCTAD’ın 2001’de yayınladığı raporda (World Investment Report), Türkiye’nin doğrudan yabancı yatırımcı endeksi (FDI) 1’den düşük çıkmıştır. Bu da yatırımcıları çekme kabiliyetinin normal seviyenin altında olduğuna işaret etmiştir. Türkiye’nin FDI performans endeksi gelişmekte olan ülkelerin ortalamasının da altına gerçleşmiştir. Türkiye’deki bu düşük performans, yatırımcı ve analistlerin

⁴³ UNCTAD, a.g.e

⁴⁴ İngilizce karşılığı; Foreign Direct Investments (FDI) olarak kullanılmaktadır.

Türkiye'deki kurumsal yönetim algısından olduğu gibi politik çevreden ve makroekonomik dalgalanmalardan da kaynaklanmaktadır. 2001 yılında PricewaterhouseCoopers Türkiye'yi dünyanın en düşük dördüncü şeffaf ülkesi olarak ölçmüştür.⁴⁵

Tablo 1.8.2. Türkiye'ye Doğrudan Yabancı Yatırım Akışı ve Türkiye'nin Global Yatırımlardaki İçindeki Payı

Yıl	FDI Girişi (Milyon \$)	Global FDI girişlerinin payı(%)	Gelişmekte olan ülkelerin payı (%)	Derecelendirme
2007	22	1,2	4,4	23
2006	22	1,4	4,8	17
2005	10	1	3,2	23
2004	2,8	0,4	1	38
2003	1,8	0,3	1	53
2002	1,1	0,2	0,7	53
2001	3,4	0,4	1,6	38
2000	1	0,1	0,4	53
1990s	0,8	0,2	0,7	-
1980s	0,2	0,2	0,8	-
1970s	0,1	0,2	0,9	-

Kaynak: UNCTAD World Investment Report 2008, 24.09.2008, İstanbul, (Çevrimiçi), <http://www.yased.org.tr/webportal/English/Yayinlar/Documents/UNCTAD2008-en-24-09-2008.pdf>, 18 Kasım 2008.

Küresel ekonomide 2001'in ilk yarısında başlayan ekonomik yavaşlama ve 11 Eylül 2001'de ABD'de gerçekleşen terör eylemlerinin ekonomik etkileri kurumsal yeniden yapılandırmanın kapsamı ve niteliğinde önemli değişikliklere neden olmuştur. Birleşme ve devralmalar 1990'lı yıllarda en önemli kurumsal yeniden yapılandırma yöntemi iken, ekonomik yavaşlamaya girilen bu dönemde birleşme ve devralmalar azalmış, firmalar maliyetlerini mümkün olduğunca kısmak suretiyle

⁴⁵ Melsa Ararat v.d., Corporate Governance in Turkey:An Overview and Some Policy Recommendations, **Corporate Governance**, Sayı 3; No:1, 2003, s.60-72, (Çevrimiçi) <http://www.scribd.com/doc/44113/corporate-governance-in-turkey-ararat-ugur-2003>, 8 Mart 2009.

rekabet güçlerini artırmak, marjinal veya temel olmayan faaliyetlerini durdurma ya da tasfiye etme ve istihdamı azaltma yoluna gitmişlerdir⁴⁶.

Devralma ve elden çıkarma yöntemlerinin başarısızlığına dikkat çeken görüşler bulunmaktadır⁴⁷:

Eleştirilerin temelinde devralma ve elden çıkarmaların kurumsal şirket yönetiminin gerçek sorunlarına eğilmedikleri düşüncesi yatmaktadır. Mülkiyet yapısında yapılan değişiklikler kontrolün el değiştirmesini sağlamaktalar fakat kurumsal şirket yönetiminde yaşanan başarısızlıklar sadece kötü yöneticilerden kaynaklanmamaktadır. Devralmalar yönetim kurullarının pazarı bir tehdit olarak görüp , gerçeklere gözlerini kapamalarının ve yabancı hissedarların görüşlerini görmezden gelmelerinin bir mazereti haline gelebilir. Ayrıca elden çıkarmalar mülkiyetin en tepedeki küçük bir grubun elinde toplanmasına yol açarak, yöneticiler ve kurul üyeleri açısından muazzam teşvikler yaratabilir.

1.9. Etkin Bir Kurumsal Yönetim Uygulaması İçin Kanun Koyucuya Düşen Görevler

Kurumsal yönetim'in verimli ve etkili bir şekilde uygulanması için firmaların kendi içlerinde yapacakları düzenlemeler kadar kanun koyucunun yapacağı değişiklikler de önemlidir.

(Bu bölümde T.C.Merkez Bankası'nın 14-18 Nisan 2003 tarihli ‘Kurumsal Şirket Yönetimi’ adlı konferansındaki ses kayıtlarının metinlerinden yararlanılmıştır.)⁴⁸

⁴⁶ Pelin Ataman Erdönmez, Kurumsal Yeniden Yapılandırma, **Bankacılar Dergisi**, Sayı:44, (Çevrimiçi), www.tbb.org.tr/turkce/dergi/dergi44/Kurumsal%20Yeniden%20yapilandirma.doc, 2 Şubat 2009

⁴⁷ John Pound, **a.g.e.**, s.112-113

⁴⁸ Eşref Ayaş, Kurumsal Şirket Yönetimi Alanında Kamunun Yaklaşım ve Düzenlemeleri, Kurumsal Şirket Yönetimi Konferansı (14-18 Nisan 2003), **Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası İnsan Kaynakları Genel Müdürlüğü Yayınları**, Ankara, 2003, s.173-181

Bu değişikliklerden bir tanesi o ÷lkedeki mali piyasaların geliştirilmesi ve ondan önce o ÷lkelerin kambiyo rejimlerinin değiştirilmesidir.Kambiyo rejimi sermaye hareketlerinin önündeki engellerdir.Sermaye hareketlerinde iki türlü sermaye hareket etmektedir;bir tanesi doğrudan yatırımlar,bir tanesi de portföy yatırımı denilen o ÷lkenin hazine bonosu veya hisse senetlerine yatırım yapmaktır.Dolayısıyla bu paralar,portföy yatırımı veya doğrudan yatırım şeklinde gittikleri zaman,ilk olarak o ÷lkeler de bir kambiyo engeliyle karşılaşmaktadır.İkincisi bu ÷lkelerdeki yatırıma ilişkin olarak kuralların belirli olması gerekmektedir, o ÷lkenin hesaplarının kolayca anlaşılır, hesap verilebilir olması gerekmekte ve o ÷lkelerle ilgili ekonomik gelişmelerin daha önceden öngörülebiliyor olması ve gerek sermaye piyasaları veya bunun alt unsuru olarak bunların mali piyasalar, para piyasaları, döviz piyasalarının tutarlı olması gerekmektedir.

Bu çerçevede, etkin bir kurumsal yönetim için hukuki düzeni oluşturma yönünde kanun koyucuya düşen görevleri şu şekilde özetlemek mümkündür⁴⁹:

- Tüzel kişilik olarak devlet mülkiyet haklarının elde edilmesi, kullanımı, korunması ve devri ile ilgili etkin hukuksal yapının oluşmasını sağlamalıdır.
- Belirlenecek yasal çerçeve ile sözleşme özgürlüğü korunmalı yani, ticaret hukuku, şirketler hukuku ve borçlar hukuku ilgili güvenceyi sağlayacak şekilde düzenlenmelidir.
- Bankacılık sektörü, şirketlere finansman sağlayan kuruluşlardır.Bu nedenle etkin bir kurumsal yönetim ve sermaye piyasası için sağlıklı bir bankacılık sektörü mevcut olmalıdır. Kötü yönetilen bir bankacılık sektörü şirketler için her zaman bir risktir ve krizlerin ortaya çıkmasına neden olur. Bankacılık sektöründe faaliyette bulunmak için gerekli minimum sermaye, etkin gözetim ve denetim, şeffaflık vs. ilkeler bu açıdan son derece önem taşımaktadır.

⁴⁹Coşkun Can Aktan , 2005, Devlete Düşen Görevler, (Çevrimiçi)<http://www.canaktan.org/yonetim/kurumsal-yonetim/devlete-dusen.htm>, 01 Haziran .2008.

Şirketlerin zor durum ve iflas durumlarında piyasadan çekilebilmelerine kolaylık sağlayacak hukuki altyapı mevcut olmalıdır. Bu çerçevede icra ve iflas hukukunun tüm menfaat sahiplerinin haklarını koruyacak şekilde çok iyi düzenlenmiş olması gerekir. Zor durumda olan şirketlerin iflastan önce yerli ve/veya yabancı başka şirketlerle birleşmesi (mergers) ve /veya satın alınması (acquisitions) yönünde yasal bir çerçeve mevcut olmalıdır.

- Kurumsal yönetimin etkili sonuçlar vermesi yani tam anlamıyla şirketlerde uygulanması için kurumsal yönetim ilke ve kurallarını düzenleyen kurumun yapısı önem taşımaktadır. Bu açıdan bakıldığında şirketlerin kamuoyuna açıklama yapma ve şeffaflık içerisinde faaliyetlerini sürdürme sorumluluklarının sermaye piyasası kurulu (kurumu) tarafından yakinen takip edilmesi gerekir.
- Piyasalarda etkin ve fonksiyonel rekabet önem taşımaktadır. Rekabet, şirketlerin kaynaklarını etkin kullanmalarını sağlamaktadır. Kurumsal yönetim, tek başına şirketlerin etkinlik ve verimlilik içerisinde faaliyet göstermelerini garanti edemez. Rekabetçi piyasaların varlığı son derece önemlidir.
- Kurumsal yönetimden arzu edilir sonuçların elde edilebilmesi için adalet ve yargı hizmetlerinde etkinliğin tesis edilmesi şarttır. Yargının bağımsızlığı ve süratli işlerliğinin sağlanması gerekir.
- Kurumsal yönetimin başarısı için devletin yolsuzlukla mücadeleye yönelik kurallar ve kurumlar oluşturması önem taşımaktadır.
- Son olarak, kamu kurum ve kuruluşlarının hizmet kapasitesinin iyileştirilmesi, bürokrasi ve kırtasiyeciliğin azaltılması gerekmektedir.

Özelleştirme süreçlerinde borsanın aktif bir şekilde kullanılması yatırımlar ve gelecek açısından hayati bir öneme sahiptir. Bu anlamda özelleştirmeler yatırımların arttırılabilmesi açısından önemli bir sermaye hareketine neden olmaktadır. Örneğin

Polonya 1990 sonrası liberal ekonomiye geçiş yapmış, özelleştirme metodu olarak; özelleştirilecek şirketleri çeşitli fonlar altında toplanılmış, özelleştirilen şirketlerin %60'lık bir oranı fonlar aracılığıyla yurtiçi ve yurtdışı yatırımcılarına, %25'lik oranı devlete, %15'lik oranında çalışanlara devredilmiştir. Yabancı yatırımcıların da ilgi gösterdiği bir özelleştirme daha sonra yabancı direkt yatırıma dönüşmüştür. 1992 yılında sadece 600 milyon \$ olan yabancı yatırım miktarı 2001 yılında 5.6 milyar \$ civarında seyretmiştir. Dolayısıyla Polonya tarafından yapılan düzenlemeler hem yabancı yatırımcılara önemli imkanlar sağlamış hem de halkın borsaya katılımını düzenlemiştir. Özelleştirmeler yapılırken Türkiye ekonomisinin zarar görmemesi için Polonya'nın yarattığı imkanlar ülkemizde de yaratılabilir.⁵⁰

Ayrıca, devlet dışında sivil toplum kuruluşlarına da önemli görevler düşmektedir. Başta, ticaret ve sanayi odaları, işçi ve işveren sendikaları ve bunların konfederasyonları, işadamlarının gönüllü olarak oluşturdukları dernek ve vakıflar kurumsal yönetimin özel sektörde uygulanması için çaba içerisinde olmalıdırlar.

Yatırımcı kararlarında yasaların etkisini araştırmak için 49 ülkede yapılan bir araştırma sonucuna göre Alman medeni hukuku ve İskandinav ülkeleri yasal uygulamaların kalitesi bakımından ilk sırada yer alırken Fransa'da daha zayıf olarak gözlemlenmiştir. Yasal uygulamaların kalitesi ölçülürken önemli bir kriter de "muhasabe standartları" olmuştur. Eğer küçük yatırımcı yasalarla korunmazsa şirketler bu yatırımcılardan sermaye elde edemeyecek, girişimciler faaliyetlerini çeşitlendiremeyeceklerdir. Az sayıda yatırımcının olması zayıf işleyen, derin olmayan bir sermaye piyasasına yol açacaktır.⁵¹

⁵⁰Ceyhun Göcenoglu, Sürdürülebilir Kalkınma Çerçevesinde Yeni Çözümler – Haklar – Sorumluluklar; (Çevrimiçi) www.gocenoglu.net/kalkinma%20hareketi%20web%20sitesi.doc –, s.6,14 Temmuz 2008

⁵¹ La Porta, Rafael v.d, **a.g.e.**, s.42

II. BÖLÜM

KURUMSAL YÖNETİM İLKELERİ

OECD'nin temel prensiplerine göre; iyi kurumsal yönetimin tek bir modeli yoktur. Kurumsal yönetimde kendilerine özgü çerçeveyi oluşturup, düzenlemenin maliyet ve faydalarını hesaba katarak bu ilkeleri nasıl uygulayacaklarına karar vermek, hükümetlerin ve piyasa katılımcılarının işidir.⁵²

OECD'ye üye ülkeler arasında şirket yapıları, şirketin yönetimine katılanlar ve katılımcılar arasında ilişkiler ve bunları etkileyen faktörler, farklılık göstermesine rağmen, OECD Konseyi , 27-28 Nisan 1998 tarihindeki bakanlar düzeyindeki toplantısında yol gösterici nitelikte kurumsal yönetim ilke ve standartlarının geliştirilmesini talep etmiş ve oluşturulan geçici çalışma grubunun hazırladığı OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri 26-27 Mayıs 1999 tarihinde onaylanmıştır⁵³. OECD Kurumsal Yönetim ilkeleri, OECD Bakanlar Kurulu tarafından 1999 yılında onaylanmış, 2002'de gözden geçirilmiş ve değişen koşullar ve kurumsal yönetim kavramındaki sürekli gelişmeler sonucu 2004 yılında tekrar güncellenmiştir. Son olarak Nisan 2006 'da "OECD Kamu İşletmeleri için Kurumsal Yönetim Rehberi" çıkarılmıştır. Bu ilkeler ana başlıkları ile aşağıdaki gibi düzenlenmiştir:⁵⁴

- Etkin Kurumsal Yönetim Çerçevesi Temelinin Tesisi
- Hissedarların Hakları ve Önemli Görevleri
- Hissedarların Adil Muamele Görmesi
- Kurumsal Yönetimde Paydaşların Rolü

⁵² TÜSİAD&OECD, Kurumsal Yönetim İlkeleri, Haziran 2000 (Çevrimiçi) [http://www.tusiad.org/tusiad/cms.nsf/LHome/C2203785753C6156C225733E00254729/\\$FILE/oced.pdf s.16-17](http://www.tusiad.org/tusiad/cms.nsf/LHome/C2203785753C6156C225733E00254729/$FILE/oced.pdf s.16-17), 08 Haziran 2008.

⁵³ Kurumsal Yönetim Derneği&Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü, OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri 2004, s.9 (Çevrimiçi), <http://www.tkyd.org/files/downloads/oced2004.pdf>, 08 Haziran 2008

⁵⁴ OECD Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises, http://www.oecd.org/document/33/0,3343,en_2649_34813_34046561_1_1_1_1,00.html, (Çevrimiçi) 8 Haziran 2008.

- Kamuya Açıklama Yapma ve Şeffaflık
- Yönetim Kurulunun Sorumlulukları

Ülkemizde ise Sermaye Piyasası Kurulu, Kurumsal Yönetim İlkeleri'ni hazırlamıştır. İlkeler hazırlanırken OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri'nden de büyük ölçüde yararlanılmıştır. İlkeler öncelikle halka açık anonim şirketler için hazırlanmıştır. Ancak prensipler diğer anonim şirketlerde ve kuruluşlarda uygulanabilir. Bu prensiplerin uygulanıp uygulanmaması isteğe bağlıdır. Bununla birlikte, söz konusu şirketlerin bu ilkelerde açıklanan unsurları ne ölçüde uyguladıkları, uygulamamaları halinde ise neden uygulamadıklarını, "Kurumsal Uyum Raporu" aracılığıyla duyurmaları SPK tarafından zorunlu tutulmuştur.

"İlkelerde yer alan ana prensipler "uygula, uygulamıyorsan açıkla" prensipleridir. Ancak bu prensiplerin bazılarının yanında "t" harfi bulunmakta olup, bu prensipler tavsiye niteliğindedir." Diğer bir ifade ile tavsiye niteliğindeki prensiplere uyulmadığı takdirde herhangi bir açıklama yapma zorunluluğu bulunmamaktadır."⁵⁵

Kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanması opsiyonellikten çıkarılıp yasalar ile zorunlu hale gelmesi durumunda faydaları daha geniş çaplı ve daha etkili olacaktır. Ancak bu durum ancak uzun vadede aşama aşama gerçekleşebilecek bir süreçtir.

2006 yılında Türk Ticaret Kanununun 1502 nolu maddesi gereğince şirketlere web sitesi yaptırma zorunluluğu getirilmiştir. Yasanın çıkarılması görüşümüzü destekler niteliktedir.

⁵⁵ SPK , Kurumsal Yönetim İlkeleri ,Şubat 2005, s.4 (Çevrimiçi)
<http://www.spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pageid=66&fn=66.pdf> 14 Haziran 2008.

2.1.SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri

Çalışmamızda uygulama yapılırken IMKB’de işlem gören firmalar incelendiğinden bu bölümde SPK Kurumsal Yönetim İlkelerine özet olarak değinilecektir.⁵⁶

2.1.1.Pay Sahipleri

SPK , kurumsal yönetim ilkelerini dört ana bölümde incelemiştir.İlk bölüm “Pay Sahipleri” olarak ele alınmıştır. Bu bölüm kapsamındaki başlıklar şu şekildedir:

2.1.1.1. Pay Sahipliği Haklarının Kullanımının Kolaylaştırılması

Kurum pay sahipleri ilişkiler birimi oluşturur.Birimin temel görevi; pay sahiplerine ilişkin kayıtların sağlıklı ve güncel olarak tutulmasını sağlamak, pay sahiplerinin ticari sır niteliği taşımayan şirket ile ilgili yazılı bilgi taleplerini karşılamak, genel kurul toplantılarının mevzuata ve esas sözleşmeye uygun olarak yapılmasını sağlamak gibi konuları kapsar.

2.1.1.2. Bilgi Alma ve İnceleme Hakkı

Bilgi alma hakkı kapsamında pay sahipleri arasında ayırım yapılamaz ve hakların kullanımını etkileyebilecek her türlü bilgi elektronik ortamda pay sahiplerinin kullanımına sunulur.

⁵⁶Şenol Babuşcu v.d., SPK Kurumsal Yönetim Derecelendirme Uzmanlığı Sınavlarına Hazırlık, **Kurumsal Yönetim**, SPK Lisanslama Serisi:52, Ankara, 2007 s.97-122

2.1.1.3. Genel Kurula Katılım Hakkı

Gerçek pay sahiplerinin genel kurula katılımını teminen, genel kurul toplantısından makul bir süre öncesine kadar, pay sahiplerine ilişkin kayıtların tutulması ve saklanması konusunda faaliyet gösteren kuruluşların kayıtları da dikkate alınarak, nama yazılı hisse senedi sahibi pay sahipleri, pay defterine kaydedilir. Genel kurul toplantısı için davet usulü, içeriği ve zamanlaması, pay sahiplerinin toplantı gündem maddeleri hakkında yeterince bilgilenmesini sağlar ve hazırlık yapma imkanı verir. Genel kurulun toplanma usulü, pay sahiplerinin katılımını en üst seviyede sağlar. Genel kurul toplantısında, gündemde yer alan konular tarafsız ve ayrıntılı bir biçimde, açık ve anlaşılır bir yöntemle aktarılır; pay sahiplerine eşit şartlar altında düşüncelerini açıklama ve soru sorma imkanı verilir ve sağlıklı bir tartışma ortamı yaratılır.

2.1.1.4. Oy Hakkı

Oy hakkı vaz geçilemez nitelikte bir hak olup, esas sözleşme ile kaldırılamaz ve oy hakkının özüne dokunulamaz. Oy hakkının kullanılmasını zorlaştırıcı uygulamalardan kaçınılır. Pay sahibinin genel kurulda kullanabileceği oy sayısını üst sınır getirilemez. Oy hakkında imtiyaz tanınmasından kaçınılır. Vekalaten oy kullanmayı engelleyen hükümlere esas sözleşmede yer verilemez.

2.1.1.5. Azınlık Hakları

SPK'nın düzenlemesinde, azınlık pay sahiplerinin yönetim kuruluna temsilci göndermelerini sağlamak amacıyla esas sözleşmede birikimli oy kullanma yöntemine yer verilebileceği, bu hakkın sermayenin 1/20'sinden daha düşük bir miktara sahip olanlara esas sözleşme ile tanınabileceği yer almaktadır.

2.1.1.6. Kar Payı Hakkı

Yönetim kurulu üyeleri ve yöneticiler mevzuatta tanımlanan örtülü işlemler yapmak suretiyle karı azaltamaz.Şirketin belirli ve tutarlı bir kar politikası olur ve kamuya açıklanır.Kar dağıtımı mevzuatta öngörülen süreler içerisinde, genel kurul toplantısını takiben en kısa sürede yapılır.

2.1.1.7. Payların Devri

Payların serbestce devrini engelleyecek uygulamalardan kaçınılır.

2.1.1.8. Pay Sahiplerine Eşit İşlem İlkesi

Azınlık ve yabancı pay sahipleri dahil, tüm pay sahiplerine eşit muamele edilir.Yönetim kurulu üyeleri ve yöneticiler ile yönetim kontrolünü elinde bulunduran pay sahipleri ya da imtiyazlı bir şekilde çeşitli bilgilere ulaşma imkanı olan kimseler, kendileri adına şirketin faaliyet konusu kapsamında yaptıkları işlemleri kamuya açıklarlar.

2.1.2. Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık

SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'nin ikinci ana başlığı "Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık" tır.Altı alt başlık olarak düzenlenmiştir:

2.1.2.1. Kamuyu Aydınlatma Esasları ve Araçları

Kamuya açıklanacak bilgiler, açıklamadan yararlancak kişi ve kuruluşların karar vermelerine yardımcı olacak şekilde, zamanında, doğru, eksiksiz, anlaşılabilir, yorumlanabilir, düşük maliyetle kolay erişilebilir ve eşit bir biçimde kamunun kullanılmasına sunulur.Şirketin sermaye piyasası araçlarının değerine etki etme ihtimali bulunan gelişmeler mevzuat ile belirlenen süre içerisinde zaman

geçirmeksizin kamuya duyurulur. Kamunun aydınlatılmasında şirkete ait internet sitesi aktif olarak kullanılır.

2.1.2.2. Şirket ile Pay Sahipleri, Yönetim Kurulu Üyeleri ve Yöneticiler Arasındaki İlişkilerin Kamuya Açıklanması

Mevzuat hükümleri saklı kalmak kaydıyla, bir kişi veya grubun şirket sermayesinde veya oy haklarındaki payının şirketin sermayesinin veya oy haklarının %5, %10, %25, %33, %50, ve %66,67'sine ulaşması, aşması veya bu oranların altına inmesi durumları şirket tarafından öğrenildiği anda zaman geçirmeksizin kamuya açıklanır.Şirketin gerçek kişi nihai hakim pay sahibi/ sahipleri dolaylı ve karşılıklı iştirak ilişkilerinden arındırılmak sureti ile kamuya açıklanır.Yönetim kurulu üyelerinin, yöneticilerin ve şirket sermayesinin doğrudan ya da dolaylı olarak en az %5'ine sahip olan pay sahiplerinin, yönetimde etkisinin olduğu şirketlerde şirket arasındaki ticari ve ticari olmayan iş ve işlemler kamuya açıklanır.

2.1.2.3. Kamunun Aydınlatılmasında Periyodik Mali Tablo ve Raporlar

Periyodik mali tablo ve mali tablo dipnotları, şirketin gerçek finansal durumunu gösterecek şekilde hazırlanır ve kamuya açıklanır.Faaliyet raporu, kamuoyunun şirketin faaliyetleri hakkında her türlü bilgiye ulaşmasını sağlayacak ayrıntıda hazırlanır.

2.1.2.4. Bağımsız Denetimin İşlevi

Bağımsız denetim kuruluşları ve bu kuruluşlarda çalışanların bağımsızlığı esastır.Bağımsızlık ilkesi; bağımsız denetim faaliyetlerinin, bağımsız denetçinin mesleki takdir ve tarfsızlığını zedeleyebilecek nitelikteki herhangi bir ilişki, çıkar

veya etkiden etkilenmeksizin yürütülmesini ifade eder. Bağımsız denetim faaliyeti ile danışmanlık faaliyetleri birbirinden ayrılır. Bağımsız denetim şirketi elemanları denetim yaptıkları şirkete ücretli veya ücretsiz olarak danışmanlık hizmeti veremezler.

2.1.2.5. Ticari Sır Kavramı ve İçerden Öğrenenlerin Ticareti

Ticari sır niteliğindeki bilgilerin belirlenmesinde, şirketin şeffaflığı ile çıkarlarının korunması arasındaki denge gözetilir. İçerden öğrenilen bilgilerin kullanımının önlenmesi için gerekli her türlü tedbir alınır.

2.1.2.6. Kamuya Açıklanması Gereken Önemli Olay Ve Gelişmeler

Önemli tutarlarda davanın açılması & sonuçlanması, alacakların önemli bir bölümünün şüpheli hale gelmesi, şirketin faaliyet konusunda değişiklik olması, bağımsız denetim şirketinin değişmesi, son beş iş günü içerisinde şirketin hisse fiyatında %25 değişim olması, büyük miktarda olağüstü bir zararın veya karın ortaya çıkması ya da şirketin karlılığını veya zararını önemli ölçüde etkileyebilecek her türlü bilgi zamanında kamuya açıklanmalıdır.

2.1.3. Menfaat Sahipleri

SPK'nın düzenlemesine göre ilkelerin üçüncü bölümü menfaat sahipleri ile ilgilidir. 7 ana başlıktan oluşmaktadır:

2.1.3.1. Menfaat Sahiplerine İlişkin Şirket Politikası

Şirketin kurumsal yönetim uygulamaları, menfaat sahiplerinin mevzuat ve karşılıklı sözleşmelerle düzenlenen haklarını garanti altına alır.

2.1.3.2. Menfaat Sahiplerinin Şirket Yönetimine Katılımının Desteklenmesi

Başta şirket çalışanları olmak üzere menfaat sahiplerinin şirket yönetimine katılımını destekleyici mekanizma ve modeller şirket faaliyetlerini aksatmayacak şekilde geliştirilir.

2.1.3.3. Şirket Malvarlığının Korunması

Yönetim kurulu üyeleri ve yöneticiler menfaat sahiplerini zarara uğratmak kastıyla malvarlığının azalmasına yol açacak tasarruflarda bulunamazlar.

2.1.3.4. Şirketin İnsan Kaynakları Politikası

İşe alım politikaları oluşturulurken ve kariyer planlamaları yapılırken, eşit koşullardaki kişilere eşit fırsat sağlanması ilkesi benimsenir.Çalışanlar ile ilgili konularda çalışanlar bilgilendirilir.Şirketin finansal imkanları, ücret, kariyer, eğitim, sağlık gibi konularda çalışanlarla görüş alışverişinde bulunulur.Çalışanlar arasında ırk, dil, din ve cinsiyet ayrımı gözetilmez.

2.1.3.5. Müşteriler ve Tedarikçilerle İlişkiler

Müşteri memnuniyetini sağlayıcı her türlü tedbir alınır.Ticari sır kapsamında, müşteri ve tedarikçiler ile ilgili bilgilerin gizliliğine özen gösterilir.

2.1.3.6. Etik Kurallar

Şirketin faaliyetleri, yönetim kurulu tarafından hazırlanan, genel kurulun bilgisine sunulan ve kamuya açıklanan etik kuralları çerçevesinde yürütülür; bu etik kurallar kamuya açıklanır.

2.1.3.7. Sosyal Sorumluluk

Şirket çevreye, tüketiciye, kamu sağlığına ilişkin düzenlemeler ile etik kurallara uyar ve bu konulardaki politikalarını kamuya açıklamalı.

2.1.4. Yönetim Kurulu

Yönetim kurulu yasalara göre teşebbüsün tek organıdır. Yönetim kurulu bir revizyon değerleme ve son başvuru organıdır. Yönetim kurulu icraata hiç karışmazken firmayı bir bütün olarak değerlendiren bir organdır.⁵⁷

SPK dördüncü bölümde ele aldığı “Yönetim Kurulu” başlığını altı bölüme ayırmıştır;

2.1.4.1. Yönetim Kurulunun Temel Fonksiyonları

Yönetim kurulu şirket vizyon, misyonunu belirleyen, stratejik kararlar alan temel organdır. Yönetim kurulu, bütçe ve faaliyet planlarının gerçekleşme seviyesini, mali tabloların oluşturulmasında mevcut düzenlemelere ve uluslararası muhasebe standartlarına uyumunu, mali bilginin doğruluk seviyesinin ortaya çıkarılmasını etkin bir şekilde gözden geçirir. Başta pay sahipleri olmak üzere tüm menfaat sahiplerini etkileyebilecek risklerin en aza indirilmesi için etkin bir risk yönetimi ve içi kontrol mekanizması yönetim kurulu tarafından oluşturulur. Yönetim kurulu nitelikli personelin şirkette kalıcılığını sağlamaya yönelik tedbirleri ve önlemleri alır.

2.1.4.2. Yönetim Kurulunun Faaliyet Esasları ile Görev ve Sorumlulukları

Yönetim kurulu faaliyetlerini eşitlikçi, şeffaf, hesap verebilir ve sorumlu bir şekilde yürütür. Yönetim kurulu prensip olarak şirket ile rekabet edemez, işlem

⁵⁷ M.Nurettin Alabay v.d., *İşletmecilikte Çağdaş Yönelimler*, 2003, s.91.

yapamaz, ticari sır niteliğindeki bilgileri kamuya açıklayamaz. Yönetim kurulunun üstleneceği başlıca görev ve sorumluluklar şunlardır;

- Şirketin yıllık bütçe ve iş planını onaylamak,
- Şirketin yıllık faaliyet raporlarını oluşturmak ve genel kurula sunmak
- Önceki yönetim kurullarının faaliyetlerini incelemek
- Yöneticilerin kariyer planlarını ve ödüllendirmelerini onaylamak
- Şirketin bilgilendirme politikasını belirlemek
- Şirketin faaliyetleri ile ilgili önemli konularda toplantıya fiilen katılmak.

Yönetim kurullarının sorumluluklarını yerine getirmede başarısız olarak değerlendirilmesinde ölçütler aşağıdaki biçimde ifade edilebilir⁵⁸:

- Üyelerin başkanın kararını düşünmeden uygulamaları,
- Üyelerin yönetim kurulu toplantılarından önce hiçbir hazırlık ve çalışma yapmamaları,
- Üyelerin hisse sahiplerine karşı yükümlülüklerinde ilgisiz ve ihmalkar olmaları,
- Üyelerin toplantılara katılmamaları ve sadece şahsi çıkarları ile ilgilenmeleri,
- Üyelerin menfaat çatışmasına düşmeleri,
- Üyelere hizmetlerinin karşılıklarının ödenmemesi,
- Üyelerin eleştiri kabul etmemeleri.

2.1.4.3. Yönetim Kurulunun Oluşumu ve Seçimi

Yönetim kurulunda icrada görevli olan ve olmayan üyeler ile görevlerini hiç bir etki altında kalmaksızın icra etme niteliğine potansiyeline sahip bağımsız üyeler

⁵⁸ A.g.e., s. 101

bulunur.Yönetim kurulunun sayısı ikiden az olmamak üzere en az üçte biri bağımsız üyelerden oluşur.Yönetim kurulu belirli bir pay grubunu temsilen seçilmemiş olmalıdır.Yönetim kurulu üyeleri şirkete önemli ölçüde hizmet ve ürün sağlayan firmaların herhangi birinde çalışmamış ve son iki yıl içerisinde yönetici olarak görev almamış olması gerekmektedir.

2.1.4.4. Yönetim Kuruluna Sağlanan Mali Haklar

Yönetim kurulu üyesine, ücretinin belirli bir oranını aşmayacak şekilde huzur hakkı verilir.Yönetim kurulu üyelerine verilecek ücret, ilke olarak üyenin zaman yatırımını ve üyelik gereklerinin yerine getirilmesini, asgari olarak karşılayacak şekilde genel kurul tarafından belirlenir.

2.1.4.5. Yönetim Kurulunda Oluşturulan Komitelerin Sayı, Yapı ve Bağımsızlığı

Şirketin içinde bulunduğu durum ve gereksinimlere uygun olarak, yönetim kurulunun görev ve sorumluluklarını sağlıklı bir biçimde yerine getirmesini teminen yeterli sayıda komite oluşturulur.Komite bağımsız yönetim kurulu üyeleri arasından seçilir.Komiteler en az iki üyeden oluşması halinde her ikisi, ikiden fazla üyesinin bulunması halinde üyelerin çoğunluğu, icrada görevli olmayan üyelerden oluşur.İlke olarak bir yönetim kurulu üyesi birden fazla komitede yer alamaz.Finansal ve operasyonel faaliyetlerin sağlıklı bir şekilde gözetilmelerini teminen denetimden sorumlu komite kurulur.Komitenin en az 3 ayda bir toplanır ve toplantı sonuçlarını yönetim kuruluna sunar.

2007 yılında Denetimnet tarafından yönetim kurulu anketi yapılmıştır.Anket sonucunda yönetim kurulunun en önemli öncelikleri arasında görevini şeffaflık içinde ve tutarlı bir şekilde yapması, şirket yönetimine destek olması ve kararlarına dahil etmesi, şirket kültürünün oluşturulması ve hissedarların beklentilerine sahip çıkması konusunda çoğunluğun sağlandığı görülmüştür.Şirket yönetiminin

kurumsal yönetim ile ilgili düzenlemeleri, adillik, şeffaflık, hesap verebilirlik ve sorumluluk olarak adlandırılan dört temel kurumsal yönetim ilkesine odaklanarak yapması gerektiği konusunun da yaygın bir şekilde kabul gördüğü ortaya çıkmıştır. Bu sonuç özünde şirketlerin hissedarlarına ve diğer menfaat sahiplerine en yüksek yarar sağlayacak biçimde yönetilmelerini amaçlayan kurumsal yönetim bilincinin ülkemizde de yaygınlaştığının ve kabul gördüğünün bir göstergesidir.⁵⁹

2.1.4.6. Yöneticiler

SPK Kurumsal yönetim ilkelerine göre yöneticiler görevlerini adil, şeffaf, hesap verebilir ve sorumlu bir şekilde yürütürler. Yöneticilerin görevlerini ifa edebilmeleri için gerekli yetkiler kendilerine verilir. Yöneticiler görevlerini yerine getirirken mevzuata, esas sözleşmeye, şirket içi düzenlemelere, ve politikalara uyarlar; yapılan işlerin bunlara uygunluğu ile ilgili olarak her ay yönetim kuruluna rapor verirler. Şirketin menfaatlerini korumak için yöneticilerin görevden ayrılmaları durumunda şirketin rekabet ettiği başka bir şirkette belli bir süre çalışmayacağı ve bu hükme uyulmaması halinde uygulanacak yaptırımlar sözleşme maddelerinde bildirilir.

Şirketin başarısızlığına yol açan gerçek sorunlar karşısında çözüm; yöneticileri gözetim altında tutma noktası üzerinde değil, karar almayı iyileştirme noktası üzerinde odaklanan bir kurumsal yönetim modeli yaratmakta aranmalıdır. Üç kritik çevrenin ; yöneticilerin, hissedarların ve yönetim kurulunun üçü de sözünü söyleyebilmelidir.⁶⁰

⁵⁹ Denetimnet Yönetim Kurulu Anketi 2007, (Çevrimiçi), www.denetimnet.net/UserFiles/Documents/Anket/anket.pdf, 10 Kasım 2008.

⁶⁰ Pond, a.g.e., s.100

2.2. OECD İlkeleri İle Türk Hukuk Sisteminin Karşılaştırılması

OECD'nin 1999 yılında Kurumsal Yönetim İlkelerini yayınlamasının ardından bu ilkeler Türkiye'de de yankı bulmuş, Kurumsal Yönetim İlkelerine olan ihtiyaç artmıştır. SPK 2003 yılında kurumsal yönetim alanındaki bu boşluğu doldurma amacıyla "Kurumsal Yönetim İlkeleri"ni yayınlamıştır. OECD'nin ve SPK'nın yayınlamış olduğu Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne bakıldığında her iki metnin işlevinin temelde benzer olmasına rağmen içeriğinde bir farklılık olduğu görülmektedir. OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri temelde iki bölümden ve 12 başlıktan oluşmaktadır. Buna karşılık SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri 4 farklı bölüm altında 27 başlığı barındırmaktadır.

Tablo 2.2.1. OECD ve SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'nin Genel İçeriği

OECD KURUMSAL YÖNETİM İLKELERİ	SPK KURUMSAL YÖNETİM İLKELERİ
<p>BÖLÜM I : OECD KURUMSAL YÖNETİM İLKELERİ</p> <p>1. Etkin Kurumsal Yönetim Çerçevesi Temelinin Tesisi</p> <p>2. Hissedarların Hakları ve Temel Sahiplik İşlevleri</p> <p>3. Hissedarların Adil Muamele Görmesi</p> <p>4. Kurumsal Yönetimde Paydaşların Rolü</p> <p>5. Kamuya Duyuru Yapma ve Şeffaflık</p> <p>6. Yönetim Kurulunun Sorumlulukları</p> <p>BÖLÜM II : OECD KURUMSAL YÖNETİM İLKELERİ ÜZERİNE AÇIKLAYICI NOTLAR</p> <p>1. Etkin Kurumsal Yönetim Çerçevesi Temelinin Tesisi</p> <p>2. Hissedarların Hakları ve Temel Sahiplik İşlevleri</p> <p>3. Hissedarların Adil Muamele Görmesi</p> <p>4. Kurumsal Yönetimde Paydaşların Rolü</p> <p>5. Kamuya Duyuru Yapma ve Şeffaflık</p> <p>6. Yönetim Kurulunun Sorumlulukları</p>	<p>BÖLÜM I : PAY SAHİPLERİ</p> <p>1. Pay Sahipliği Haklarının Kullanımının Kolaylaştırılması</p> <p>2. Bilgi Alma ve İnceleme Hakkı</p> <p>3. Genel Kurula Katılım Hakkı</p> <p>4. Oy Hakkı</p> <p>5. Azınlık Hakları</p> <p>6. Kar Payı Hakkı</p> <p>7. Payların Devri</p> <p>8. Pay Sahiplerine Eşit İşlem İlkesi</p> <p>BÖLÜM II : KAMUYU AYDINLATMA VE ŞEFFAFLIK</p> <p>1. Kamuyu Aydınlatma Esasları ve Araçları</p> <p>2. Şirket ile Pay Sahipleri, Yönetim Kurulu Üyeleri ile Yöneticiler Arasındaki ilişkilerin Kamuya Açıklanması</p> <p>3. Kamunun Aydınlatılmasında Periyodik Mali Tablo ve Raporlar</p> <p>4. Bağımsız Denetimin İşlevi</p> <p>5. Ticari Sır Kavramı ve İçeriden Öğrenenlerin Ticareti</p> <p>6. Kamuya Açıklanması Gereken Önemli Olay ve Gelişmeler</p> <p>BÖLÜM III : MENFAAT SAHİPLERİ</p> <p>1. Menfaat Sahiplerine İlişkin Şirket Politikası</p> <p>2. Menfaat Sahiplerinin Şirket Yönetimine Katılımının Benimsenmesi</p> <p>3. Şirket Malvarlığının Korunması</p> <p>4. Şirketin insan Kaynakları Politikası</p> <p>5. Müşteriler ve Tedarikçilerle İlişkiler</p> <p>6. Etik Kuralları</p> <p>7. Sosyal Sorumluluk</p> <p>BÖLÜM IV : YÖNETİM KURULU</p> <p>1. Yönetim Kurulunun Temel Fonksiyonları</p> <p>2. Yönetim Kurulunun Faaliyet Esasları ile Görev ve Sorumlulukları</p> <p>3. Yönetim Kurulunun Oluşumu ve Seçimi</p> <p>4. Yönetim Kuruluna Sağlanan Mali Haklar</p> <p>5. Yönetim Kurulunda Oluşturulan Komitelerin Sayı, Yapı ve Bağımsızlığı</p> <p>6. Yöneticiler</p>

Kaynak: Mustafa Kurt ve Murad Kayacan, 2005, Kurumsal Yönetimde Finansal ve Yönetmel

Konular“Kurumsal Yönetim İlkeleri”nin İçerik Analizi , (Çevrimiçi)

<http://www.tkyd.org/files/downloads/tobb.pdf>, 15 Ekim 2008

Görüldüğü gibi iki kurumun yayınladığı kurumsal yönetim ilkeleri büyük ölçüde birbirine benzemektedir. OECD Kurumsal Yönetim İlkelerinde “Etkin Kurumsal Yönetim Çerçevesi Temelinin Tesisi” yer alırken, SPK Kurumsal yönetim ilkelerinde ek olarak “menfaat sahipleri” kavramına geniş bir şekilde yer verilmiştir. Temel hissedar hakları OECD ilkerinde mülkiyete güvenli bir yoldan dahil olmayı içerirken, ülkemizde de Merkezi Kayıt Kuruluşu oluşturulmuştur. SPK Kurumsal Yönetim İlkelerinde yer alan temel bilgi alma ve inceleme hakkı kapsamında yer alan; olağdışı durumların bildirilmesi, kontrolü elinde bulunduran hissedarlarla ve sermaye yapısındaki değişikliklerle ilgili gelişmelerin açıklanması, işlemlerin şeffaf bir ortamda gerçekleşmesi gibi temel prensipler OECD ilkerinde de mevcuttur. Yine oy hakkı ve genel kurula katılım hakkı kapsamında Türk Ticaret Kanununa göre her hisse en az bir oy hakkına sahiptir. Hisse sahibinin genel kurula katılamaması durumunda vekalet verdiği bir kişi vasıtasıyla oy kullanabilme hakkı, OECD ilkerinde de ele alınmıştır. Türk Ticaret Kanunun’da yer alan kardan pay alma OECD’de en temel hissedar hakkı olarak belirlenmiştir. OECD’de yer alan Hissedarların Adil Muamele görmesi ilkesi azınlık ve yabancı haklarını kapsamaktadır. SPK ilkelere baktığımız da ise Azınlık Hakları ve Pay Sahiplerine Eşit İşlem ilkesi ayrı iki madde olarak karşımıza çıkmaktadır. Buradaki temel, tüm hissedarların etkin bir şekilde haklarını kullanabilme olanağına sahip olması ve firmanın bunu zorlaştıracak girişimlerinin olmamasıdır. Yine bu kapsamda içeriden öğrenenlerin engellenmesi gerektiği hem OECD hem de SPK tarafından vurgulanmıştır. Kurumsal Yönetimde Paydaşların Rolü ilkesi ile paydaşların haklarının yasalarla korunması öngörülürken, ülkemizde paydaşların kurumsal yönetim çerçevesi ile belirlenen nitelikte bir katılımcılığı çok yaygın değildir. Çalışanların hisse sahibi olabilmesi bu konuda karşımıza çıkan olumlu bir örnektir. OECD kurumsal yönetim ilkerlerinin ilk bölümünde alt başlık olarak yer alan Kamuya Duyuru Yapma ve Şeffaflık ilkesi SPK kurumsal yönetim ilkerinde ayrı bir bölüm olarak detaylıca işlenmiş, yatırım kararlarını etkileyebilecek türden önemli bilgilerin kamuya derhal açıklanması gerektiği anlatılmıştır. Bu bilgilerin neler olabileceği açıklanırken ticari sır tanımlaması yapılmamıştır. Yine bağımsız denetçiler tarafından onaylanmış yıllık ve dönemlik finansal raporların hazırlanması

ve sunulmasına bu ilke kapsamında değinilmiştir. Bilgiye ulaşmada en az maliyetli yöntemlerin seçilmesi gerektiği vurgulanırken ülkemizde de İMKB bültenleri ve web sitesi aracılığı ile yatırımcıların finansal tablolara ve özel durum açıklamalarına ulaşılması sağlanmaktadır. OECD kurumsal yönetim ilkerinin 6. maddesi olan Yönetim Kurulunun Sorumlulukları ilkesi SPK tarafından hazırlanan ilkelerin dördüncü ve son ana başlığına tekabül etmektedir. Yönetim kurulunun görev ve sorumlulukları her iki kurum tarafından oluşturulan ilkelerde de aynıdır. TTK kapsamında yönetim kurulu üyeleri firma adına yaptıkları işlemlerden bireysel olarak sorumlu değildirler. Yönetim kurulunda bağımsız üyelerinin bulunması konusu gerek OECD gerekse SPK tarafından belirtilmiştir ancak ülkemizde bu konu ile ilgili yasal bir zorunluluk bulunmamaktadır.

TÜSİAD tarafından hazırlanan “Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi” adlı raporda da OECD ile TÜSİAD’ın çalışması aşağıdaki gibi karşılaştırılmıştır:

Tablo 2.2.2. OECD ve TÜSİAD Kurumsal Yönetim İlkeleri’nin İçerik Karşılaştırılması

Kurumsal Yönetim İlkeleri	Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi	OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri
Şeffaflık	Madde 3, 10, 12, 13, 15	Madde 4: Kamuya Açıklama Yapma ve Şeffaflık
Hesap Verebilirlik	Madde 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8, 9, 10, 11, 13, 14	Madde 5: Yönetim Kurulunun Sorumlulukları
Sorumluluk	Madde 1, 4, 13	Madde 3: Kurumsal Yönetimde Doğrudan Çıkar Sahiplerinin Rolü
Adillik	Madde 4, 15	Madde 1: Hissedarların Hakları Madde 2: Hissedarların Adil Muamele Görmesi

Kaynak: TÜSİAD, Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi, (Çevrimiçi), www.tusiad.org, 28 Kasım 2008

Türkiye’de halka açık şirketler Sermaye Piyasası Kanununa, diğer şirketler ise Türk Ticaret Kanunu düzenlemelerine uymak zorundadırlar. Sermaye Piyasası kurumsal yönetim ilkeleri, öncelikle halka açık anonim şirketler için hazırlanmıştır Kurumsal yönetim derecelendirmesi yapan derecelendirme kuruluşları, SPK tarafından yapılacak düzenlemeler çerçevesinde, şirketlerin ilkelerin uygulanma seviyesini tespit edeceklerdir. Ayrıca bu ilkeler, ileride mevzuatta yapılacak düzenlemeler için de yol gösterici bir özellik taşımaktadır.⁶¹

⁶¹ Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yönetim İlkeleri, Temmuz 2003, (Çevrimiçi) www.spk.gov.tr

III. BÖLÜM

KURUMSAL YÖNETİM DERECELENDİRMESİ İLE İLGİLİ YAPILAN ÇALIŞMALAR

Son dönemlerde halka açık şirketlerdeki muhasebe kayıtlarındaki usulsüzlükler ve bunun sonucunda gerçekleşen iflaslar tüm dünyada şirketlerin kamuyu aydınlatma sistemini, risk durumunu ve geriye ödeyebilirliklerini belirlemek için “Kredi Derecelendirmesi” faaliyetini ortaya çıkarmıştır. Daha sonra ise yatırımcılar finansal olmayan verileri de içeren kurumsal yönetim uygulamalarının kalitesini de sorgular hale gelmişlerdir. Kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirilmesi de bu doğrultuda gündeme gelmiştir⁶².

Kurumsal Yönetim Derecelendirmesi, şirketlerin kurumsal yönetimin sağlayacağı faydalardan en etkin şekilde yararlanmalarını sağlar, tamamen şeffaf olduklarını bir nevi kanıtlama imkanı verir.

Kurumsal yönetimi derecelendiren kuruluşlar çoğunlukla özel kurumlar, yatırım şirketleri, emeklilik fonları, menkul kıymet borsaları ve yatırım bankalarıdır.

Global ortamda iyi bir kurumsal yönetim, iyi bir risk yönetimini de içerir ve derecelendirme kuruluşları ilerideki riskleri dikkate alarak firmalara faydalı öneriler sunmaktadırlar. Derecelendirme kuruluşlarının denetim fonksiyonu olmamasına rağmen iyi kurumsal yönetimin gözetici gibi hareket etmekteyler. Gelişmekte olan ülkelerdeki firmalar gelişmiş ülkelerdekiler gibi ; uluslararası raporlama standartlarına kurumsal yönetimin en iyi uygulama kodlarını adapte edip kamuya duyurarak yüksek kurumsal yönetim standartlarına ulaşabilirler. Bu açıdan

⁶² Osman Gürbüz v.d., **Kurumsal Yönetim: Türkiye’deki Durumu ve Geliştirilmesine Yönelik Öneriler**, 1. Basım, İstanbul, : Literatür Yayınları, 2004, s.33

derecelendirme şirketleri iyi kurumsal yönetim için katalizör görevi görmektedir.⁶³ Standart&Poor, Mody's ve Fitch Ratings dünyada kurumsal yönetim derecelendirmesi yapan en büyük şirketlerin başında gelmektedir.

Kurumsal yönetime yönelik analizler ve değerlendirmeler, yatırımcıların belirli bir şirketteki korunma düzeylerini anlamalarına ve riskler ile diğer bilgilerin geçerliliğini değerlendirmelerine yardımcı olacak bilgileri yatırımcılara sunmayı amaçlamaktadır.

Kurumsal yönetim, sınırları henüz tam olarak çizilmemiş bir alandır. Bu yüzden kurumsal yönetimi ölçmenin tek yolu şirketleri, şirketleri kurumsal yönetimi uygulama düzeyleri bakımından karşılaştırmaya yardımcı olacak tamamlayıcı tahmin ölçüsünü ortaya koymaktır. Kurumsal yönetim düzeyini ölçmede genelde iki yol kullanılır⁶⁴:

Öncelikle, şirketin geçmişteki yönetim uygulamaları ölçüdür. Eğer hissedar haklarının kötüye kullanılması söz konusu değil ise, şirket kurumsal yönetim açısından güvenilir olarak değerlendirilebilir.

İkinci yol ise, yazılı ve uygulanan kurumsal yönetim uygulamalarını belirli ekonomik durumlar için önerilen standartlar ile karşılaştırmaktır. Bu standartlar, genellikle, en iyi şirket uygulamaları, yasa ve düzenlemeleri ve OECD ilkeleridir.

Bununla birlikte kurumsal yönetim derecelendirme şirketleri, her yöntemi ve kurumsal yönetimin en iyi uygulama şeklini şirket düzenlemeleriyle kıyaslamayı birleştiren bir yaklaşımı genelde benimsememektedirler. Bu, konunun uzmanlarına danışmayı ve şirket hakkında ayrıntılı bilgi edinebilmek için-maliyetli de olsa-araştırmalar yapmayı gerektirmektedir. Bu yüzden bazı kurumsal yönetim

⁶³Güler Manisalı Darman, A Guide to Best Practices for Managers, Corporate Governance Worldwide **The World Business Organization ICC Publishing S.A.**, Paris, s.43.

⁶⁴ Osman Gürbüz v.d., **a.g.e.**, s.33

değerlendiricileri, kurumsal yönetim ölçme kriterlerini kurumsal yönetim uygulamalarının en iyi uygulama yasa ve düzenlemelerinden farklılaşmasına odaklanmaktadır. En iyi kurumsal yönetim uygulama yasa ve düzenlemeleri ,yatırımcıların korunmalarını sağlayan ve iyi performans beklentilerini karşılayacak olan ideal modele yönlendirmeyi hedeflemektedir.

Şirketlerdeki kurumsal yönetimin ve bunun ölçülmesinin önemini İş Yatırım Genel Müdürü İlhami Koç şu şekilde açıklamıştır.⁶⁵

“Yabancı yatırımcı ,kurumsal yönetim notu alan şirkete daha fazla ilgi gösteriyor.Ülkemizde kurumsal yönetim halen sadece halka açık şirketler tarafından bilinen bir konu.Yatırımcılar tarafında ise fazla bilinmiyor.Şirketlerde kurumsal yönetim anlayışının gelişmesi için bunu birisinin talep etmesi gerekiyor.Bu talebin hissedarlardan ve öncelikle küçük ortaktan gelmesi gerekiyor.Dünyada kurumsal yönetim anlayışı,kurumsal yatırımcıların şirketlerdeki paylarının artmaya başlamasıyla gelişti.Ülkemizde kurumsal yatırımcı tabanı gelişmediği için kurumsal yönetim anlayışı da henüz tam olarak yaygınlaşmadı.Ancak son yıllarda bu konuda önemli gelişmeler var.Herşeyden önce SPK kurumsal yönetim ilkeleri konusunda düzenlemeler yaptı.Uygulamada ise,yabancı yatırımcıların payı arttıkça,şirketler kurumsal yönetim ilkelerini benimsemiş ve hatta bağımsız değerlendirme kuruluşlarından bu konuda derece notu almış olan şirketler,yabancı yatırımcılar tarafından çok daha talep göstermeye başladı.”

3.1.Dünyada ve Ülkemizde Yapılmış Çalışmalar

Dünyada ve ülkemizde kurumsal yönetimin öneminin , kurumsal yönetimin ölçülmesine ilişkin yapılan çalışmaların ve firmaların kurumsal yönetim puanlarını belirlemek amacıyla derecelendirme kuruluşlarına başvurularının artmasıyla bu alanda yapılan çalışmalar da hız kazanmıştır.Araştırmacılar kurumsal yönetim puanlarının firmaların finansal yapıları üzerindeki etkisini araştırmak, mevcut durumu ortaya çıkarmak için çeşitli çalışmalar yapmışlardır.Elde edilen pozitif

⁶⁵ Capital,s.54

bulguların kurumsal yönetim uygulamalarını teşvik edeceğini ve konuya olumlu katkılarda bulunacağını düşünmekteyiz.

Kurumsal yönetim ile ilgili olarak; 2003 yılında yürütüp, 2004 yılında *Journal of Asset Management*'de yayınlanan bir araştırmada FTSE Eurotop 300'de işlem gören farklı sektörlerdeki şirketler incelenmiştir. Oluşturulan 300 kritere göre şirketlerin Kurumsal Yönetim Dereceleri belirlenmiştir. 2000 yılında toplam 249 ve 2001 yılında toplam 269 şirket incelenmiştir. Bu firmalar 10 sektörü ve 15 ülkeyi kapsamaktadır. Firma değeri ölçümünde Tobin's Q baz alınmıştır. Araştırma sonuçlarından biri de firma değeri ile kurumsal yönetim derecesi arasında pozitif ilişkinin olduğudur.⁶⁶

Journal of Comparative Economics'de yayınlanan "Corporate governance and market valuation in China" başlıklı araştırmanın sonuçları da kurumsal yönetimin firma değeri üzerinde pozitif ve istatistiksel açıdan anlamlı bir ilişkinin olduğu şeklinde ortaya çıkarmıştır. Araştırmada; Çin'deki firmalar üzerinde sekiz kurumsal yönetim ölçütünün kontrol değişkenleri de eklenerek etkisi ölçülmüştür. Firma değerinin ölçütü olarak Tobin's Q ve Tobin's Q'nun Çin pazarına uyarlanmış değerleri alınmıştır. Sabit ve tesadüfi etkileri ölçebilmek için 3 yıllık bir data seti kullanılmıştır. Geniş bir hissedarlık yapısı olan ve yabancı hissedarların da sahip olduğu firmaların pazar değerlerinin diğer firmalara nazaran daha yüksek olduğu görülmüştür. Ek olarak, büyük hissedar payının çok olduğu, CEO ile Yönetim Kurulu Başkanlarının aynı olduğu şirketlerin Pazar değerleri ile Tobin's Q arasında istatistiksel olarak anlamlı ve negatif bir ilişkiye rastlanmıştır.⁶⁷

Teoride; firmaların performanslarını arttırıp, risklerini azaltarak yatırımcıların güvenini sağlaması Pazar değerlerini arttıracaktır. Yapılan araştırmalar da ;

⁶⁶ Rob Bauer v.d., "Empirical evidence on corporate governance in Europe: The effect on stock returns, firm value and performance", *Journal of Asset Management*; Ağustos 2004; 5, s.103, (Çevrimiçi) http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=444543 25 Ekim 2008

⁶⁷ Chong En Bai v.d., "Corporate governance and market valuation in China", *Journal of Comparative Economics* , 03.02.2004, s.613, (Çevrimiçi), www.sciencedirect.com, 9 Mart 2009

gelişmekte olan pazarlarda yatırımcıların iyi yönetilen firma hisselerine %28 daha fazla ödediklerini ortaya koymuştur. Bu konu hakkında 2001’de gelişmekte olan 6 ülkede (Hindistan, Malezya, Meksika, Güney Kore, Tayvan, Türkiye) 188 firmanın incelendiği bir araştırma yapılmıştır.Yine Pazar değerleri ve kurumsal yönetim uygulamaları arasındaki bağlantı test edilmiştir.Araştırma sonucunda iyi kurumsal yönetim mekanizmasına sahip firmaların yatırımcılar tarafından daha fazla değer biçilen firmalar olduğu ortaya çıkmıştır.Kurumsal yönetim uygulaması açısından en kötünden en iyiye doğru gidildiğinde ortalama olarak pazar değerlerinde %10 ile %12’lik artış görülmüştür.⁶⁸

Georgia State Üniversitesi’nde yapılan bir çalışmada, aşağıda belirtilen değişkenler üzerinden kurumsal yönetim seviyesinin performansla olan ilişkisi araştırılmıştır.

1 ,3,5, 10 yıllık toplam karlar, yatırımların getirisi, maksimum volatilité, net kar marjı, finansal kaldıraç, cari oran, açıklanan ve ödenen kar payı, alacak tahsil süresi, borç ödeme süresi gibi değişkenler kullanılmıştır.

Araştırma sonucunda şu bulgular elde edilmiştir;

Kurumsal yönetim katsayısında alt ortalamalarda yer alanların beş yıllık karlılıklarının sektör ortalamasının %3,95 altında kaldığı görülmüştür. Tam tersi durumda ise karlılıkları sektör ortalamasının %7,91 üstünde karlılık gözlemlenmiştir.Yine kurumsal yönetim katsayısı düşük olan firmaların volatilitésinin sektör ortalamasına göre %6,20 daha fazla , yani daha riskli oldukları tespit edilmiştir. Aksi durumda ise risk ölçütü olarak alınan volatilité’nin %5,63 oranında sektör ortalamasının altında olduğu ortaya çıkmıştır.Zayıf kurumsal yönetime sahip firmalar daha düşük hisse senedi fiyatlarına sahiptirler ve daha az karlıdırlar.Daha düşük aktif karlılığa, özsermaye karlılığına, yatırım getirisine sahiptirler.Ayrıca dağıtılabilir kardan daha az kar payı ödedikleri de araştırmanın sonuçlarından biri olmuştur.⁶⁹

⁶⁸ Newell , a.g.e., s.22

⁶⁹ Lawrence D. Brown, v.d., “Corporate Governance Study The Correlation between Corporate Governance and Company Performance” Institutional Shareholder Services, s.3-6 (Çevrimiçi)
http://www.tkyd.org/files/downloads/corporate_governance_study_104.pdf 10 Nisan 2009

İMKB Araştırma Müdürlüğü tarafından Türkiye’de kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanma derecesini ve bu ilkelerin şirketlerin performanslarına etkisine ilişkin bir çalışma yapılmıştır.Çalışmada 1998-1999 dönemini araştırılmış ve çalışma aracı kurumların yanı sıra yaklaşık 275 borsa şirketini kapsamıştır. OECD kurumsal yönetim ilkeleri baz alınarak anket hazırlanmıştır.Yapılan anket ile Türkiye’de Kurumsal Yönetim İlke ve Standartlarının İMKB’de işlem gören şirketlerde ve İMKB üyesi (Üyeler) kurumlarda uygulanma derecesini belirlemek ve bu ilkeleri uygulamanın şirket performanslarında etkisini irdelemek amaçlanmıştır.Bu araştırma sonucunda elde edilen bazı bulgular ise aşağıdaki gibi olmuştur:⁷⁰

- Anket değerlendirmesine alınan toplam 513 şirket ve aracı kuruluştan ankete katılan 358’inin %52 oranında kurumsal yönetim ilke ve standartlarına ilişkin çalışmaların farkında olduğu belirlenmiştir.
- Yönetim kurulu üyelerinin çoğunluğu, aynı şirketler grubu bünyesindeki çeşitli şirketlerde de görev almaktadır.
- Türkiye’de yönetim kurulu üyelerine sağlanan mali haklar genelde performansa dayalı değildir.
- Üst düzey yönetici atamalarında şirketlerin ağırlıklı hissedarları/sahipleri karar verici konumdadır.
- Borsada işlem gören şirketlerde kamuyu aydınlatma oldukça gelişmiş düzeydedir.
- Şirketlerin tüm ortaklarla ilişkilerinde danışmanlık veya icracı rol üstlenen birimlerin oluşturulması henüz yaygınlaşmamıştır.
- Borsada işlem gören şirketlerde iç denetim birimi çoğunlukla oluşturulmamıştır. Aracı kuruluşlarda ise, mevzuatlarındaki zorunluluktan dolayı iç denetim daha yaygın şekilde uygulanabilmektedir.

⁷⁰ Meral Varış v.d., Sermaye Piyasalarında Kurumsal Yönetim İlkeleri, **İMKB Dergisi, Özel Sayı**, Yıl.5, Sayı.19, 2001, ss. 129-168.

- Şirket çalışanlarına hissedarlık olanaklarının genişletilmesine yönelik girişimler ile bu yoldaki uygulamalar etkin olmayıp, yaygınlık kazanmamıştır.
- Sermaye artırımlarında yönetim kurulunca mevcut ortakların rüçhan hakkını kısıtlama yetkisi fazla kullanılmamaktadır.
- Borsa şirketleri ve üyelerinin yalnızca %17'sinde oy hakları arasında farklı gruplar yaratılmıştır.
- Şirketlerde çalışanlara yönelik vakıf veya sandık uygulaması yeterli yaygınlıkta değildir.
- Başkan (Chairman) ve Operasyonel Faaliyetlerden En Üst Düzeyde Sorumlu Kişi (CEO) ayrımı yerleşmemiştir. Bu konudaki uygulama örnekleri sınırlıdır.
- Yönetim kurulu üyeleri arasında yönetimden bağımsız nitelikte üye uygulaması bulunmamaktadır.
- Yönetim kurulu üyelerinin aynı zamanda şirkette başka görevleri de bulunduğundan, yönetimin etkinliği ve performans denetimi güçleşmektedir.
- Genel müdür pozisyonunda görev yapanlar profesyonellerden oluşmakta ve çoğunlukla tek şirkette görev almaktadırlar.
- Genel müdür pozisyonundakilerle yönetim kurulu üyeleri arasında akrabalık ilişkisi üyelerde daha yoğun iken, ihraççı şirketlerde düşük düzeyde bulunmaktadır. Yönetim kurulu üyeleri, şirketlerde istedikleri bilgilere ulaşabilme olanağına sahiptirler.
- Ortaklarla ilişkilerin yürütülmesinde özel bir birim oluşturulması yaygınlık kazanmamıştır.
- TTK gereğince atanan yasal denetçilerin etkinliği geliştirilmelidir.
- İmtiyazlı hisse uygulamasına Borsa şirketlerinde üyelere göre daha sık rastlanmaktadır.
- Yönetim kurulunca mevcut ortakların rüçhan haklarını kısıtlama yetkisi sermaye artırımlarında fazla kullanılmamaktadır.
- İmalat sanayi ile mali sektör gruplarının her ikisinde de, yaklaşık olarak her 5 şirketten birinde şirket içi teftiş birimi bulunmaktadır.

- Yaklaşık her 10 şirketten birinde çalışanlara yönelik vakıf ve sandık uygulaması mevcuttur.
- Mali sektörde oy hakları arasında farklılık yaratılması ve imtiyazlı hisseler oluşturulması, imalat sanayine göre daha fazladır.
- Şirket yönetim ilke ve standartlarını görece daha fazla uygulayan şirketlerin gerek finansal, gerekse piyasa getirisi performansı daha az uygulayanlara göre daha yüksektir.

İMKB'nin yukarıda özetlenen çalışmasına ek olarak İMKB-30 Endeksine dahil şirketlerin kurumsal yönetim düzeyini ölçmek için bir araştırma yürütülmüştür.Çalışmada firmaların kurumsal yönetim dereceleri , SPK'nın hazırladığı Kurumsal Yönetim İlkeleri Rehberine dayanılarak oluşturulmuş kriterlere dayanılarak ölçülmüştür.Elde edilen bulgulardan Esas Sözleşme Endeksi oluşturulmuştur.Buna ek olarak şirketin pay sahipleri arasındaki ilişkilerini ve şirketin dışarıdan gelen yatırımcılara açıklık derecesini ölçmek için Ortaklık Endeksi oluşturulmuştur.Bu endeks oluşturulurken; şirketin halka açıklık oranı, karşılıklı iştirak ilişkilerinin bulunması ve tek pay sahibinin şirket yönetiminde baskın rol oynama derecesi dikkate alınmıştır.Son olarak bu iki alt endeksin eşit ağırlıklı toplamı alınarak 0 ile 100 puan arasında değişen “Kurumsal Yönetim Endeksi” oluşturulmuştur.Elde edilen endekslerle şirketlerin borsa performansı, finansal yapısı, karlılığı karşılaştırılarak bu değişkenlere etkisi ölçülmüştür.Korelasyon analizi sonucunda; kurumsal yönetim endeksi ve getiri arasında %38.5'lik bir korelasyonun ve %10 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak doğrusal bir ilişkinin olduğu ortaya çıkmıştır.Ayrıca Kurumsal Yönetim Endeksi ile Özsermaye Karlılığı ve Halka Açıklık Oranı arasında da doğrusal bir ilişkinin olduğu araştırmanın diğer sonuçlarıdır.⁷¹

⁷¹Gürbüz, a.g.e., s.67

Diğer bir araştırma da Arcan Tuzcu tarafından 2003 yılında yapılmıştır. “Halka Açık Şirketlerde Kurumsal Yönetim Anlayışı: İMKB-100 Örneği” konulu araştırmanın hipotezleri ve sonuçları şu şekilde gerçekleşmiştir:⁷²

Hipotez 1: İMKB-100’de yer alan mali, sınai ve hizmetler sektöründe faaliyet gösteren şirketlerinin, kurumsal yönetim uygulama dereceleri birbirinden farklılık göstermektedir.

Sonuç: Farklı sektörlerde yer alan şirketlerin kurumsal yönetim performans dereceleri arasında anlamlı bir farklılık yoktur.

Hipotez 2: İMKB 100 şirketlerinin faaliyet süresi arttıkça kurumsal yönetim uygulama derecesi artmaktadır:

Sonuç: Faaliyet süresinin kurumsal yönetim performansı üzerinde herhangi bir etkisi tespit edilmemiştir.

Hipotez 3: İMKB-100 şirketlerinin halka açıklık oranı arttıkça bu şirketlerin kurumsal yönetim uygulamaları artmaktadır.

Sonuç: %90 güven aralığında halka açıklık oranı ile kurumsal yönetim uygulamaları arasındaki ilişkiden bahsedilebilir.

Hipotez 4: Şirketlerin İMKB’de işlem görme süresi ile kurumsal yönetim uygulamaları arasında bir ilişki yoktur.

Sonuç: Şirketlerin İMKB’de işlem görme süreleri ile kurumsal yönetim uygulamaları arasında anlamlı bir ilişki görülmemiştir.

⁷² Tuzcu, a.g.e., s.143-159

Hipotez 5:İMKB-100 şirketlerindeki çalışan sayısı arttıkça bu şirketlerin kurumsal yönetim performansı artmaktadır.

Sonuç:Çalışan sayısı ile kurumsal yönetim performansı arasında bir ilişki gözlemlenmemiştir.

Hipotez 6:İMKB-100 şirketlerinin piyasa değeri arttıkça kurumsal yönetim uygulamaları artmaktadır.

Sonuç:Hipotez reddilmiştir, piyasa değeri ile kurumsal yönetim uygulamaları arasında anlamlı bir ilişki bulunamamıştır.

3.2.Türkiye’de Düzenleyici Kurumların Yapmış Olduğu Çalışmalar

Ülkemizde SPK “Kurumsal Yönetim Derecelendirme” faaliyetinin kapsamını ve derecelendirme yapabilecek kuruluşların niteliğini çizmek amacıyla çalışmalarda bulunmuştur.İMKB’de “Kurumsal Yönetim Endeksi” oluşturarak bu endekse dahil olma koşullarını belirlemiştir.Türkiye’de faaliyet gösteren kurumsal yönetim derecelendirmesi yapan kuruluşlardan başlıcaları Saha Rating, Turk-Kredi Rating ve ISS’dir.

3.2.1.SPK’nın Kurumsal Yönetim Derecelendirme Alanındaki Çalışması

Türkiyede uluslararası gelişmelere paralel olarak, kurumsal yönetim derecelendirmesini kapsayacak şekilde mevcut derecelendirme Tebliğini yürürlükten kaldıran yeni bir Tebliğ yayımlanmıştır.

“Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği” 04/12/2003 tarih ve 25306 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak

yürürlüğe girmiştir. Tebliğ uyarınca, derecelendirme faaliyeti; kredi derecelendirmesi ve [Kurumsal Yönetim İlkelerine](#) Uyum Derecelendirmesi faaliyetlerini kapsamaktadır.”⁷³

Tebliğde yer alan “[Kurumsal Yönetim İlkelerine](#) Uyum Derecelendirmesi” ile ilgili maddeler şu şekildedir:⁷⁴

3.2.1.1.Derecelendirme Faaliyetinin Kapsamı

Derecelendirme faaliyetinin kapsamına Madde 4 ‘te yer verilmiştir.Buna göre derecelendirme faaliyeti; kredi derecelendirmesi ve kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesi faaliyetlerini kapsamaktadır. Derecelendirme yaptırılması isteğe bağlıdır.Fakat, SPK gerekli hallerde bunu zorunlu tutulabilir.

“Derecelendirme kuruluşları, ortaklıkların ve sermaye piyasası kurumlarının talepleri olmaksızın derecelendirme yapabilirler. Ancak, söz konusu derecelendirme sonuçlarının derecelendirme kuruluşu tarafından kamuya açıklanması, ilgili ortaklık ve sermaye piyasası kurumunun onayına bağlıdır.”

3.2.1.2.Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Derecelendirmesi

Madde 6 Kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesi’ni şu şekilde tanımlamıştır :

“Ortaklıklar ve sermaye piyasası kurumlarının Kurulca yayımlanan Kurumsal Yönetim İlkeleri.ne uyumun derecelendirme kuruluşları tarafından bağımsız, tarafsız ve adil olarak değerlendirilmesi ve sınıflandırılması faaliyetidir”.

⁷³SPK, Derecelendirme Kuruluşları, (Çevrimiçi) http://www.spk.gov.tr/msd/derkur/derfaal_derkur.html, 1 Mayıs 2009.

⁷⁴SPK,Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği ,(Çevrimiçi) www.spk.gov.tr/mevzuat/Html/Spk15-2.htm - 137k, 1 Mayıs 2009.

Derecelendirme yapılırken bir bütün olarak tüm ilkelere uyum ile pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri, yönetim kurulu, ana bölümleri itibarıyla ayrı ayrı olmak üzere 1 ile 10 arasında derece notu verilmektedir.

3.2.1.3. Derecelendirme Faaliyetinde Bulunabilecek Kuruluşlar

Madde 7 derecelendirme faaliyetinde bulunabilecek kuruluşları şöyle belirtmiştir:

“Derecelendirme faaliyeti, Türkiye’de kurulan ve derecelendirme faaliyetinde bulunmak üzere Kurulca yetkilendirilen derecelendirme kuruluşları ile Türkiye’de derecelendirme faaliyetinde bulunması Kurulca kabul edilen uluslararası derecelendirme kuruluşları tarafından yapılır.”

Kurumsal Yönetim Derecelendirmesinin önem kazanması, derecelendirme faaliyetinde bulunan kuruluşlara olan talebi arttıracığından bu kuruluşların nitelikli çalışan arayışına gireceği ve yeni istihdam alanlarının oluşacağı kaçınılmazdır. Görüldüğü gibi Kurumsal Yönetim, beraberinde dolaylı olarak istihdama da katkı da bulunmaktadır.

Tebliğe göre kurulca kabul edilen uluslararası derecelendirme kuruluşları, Türkiye’de şube, temsilcilik veya ofis açtıklarında kurula bilgi vermek zorundadırlar. Ayrıca bu kuruluşlar Türkiye’de şirket kurmadan ya da kurulmuş bir derecelendirme kuruluşuna iştirak etmeden veya şube, temsilcilik ve ofis açmadan da derecelendirme faaliyetinde bulunabilirler.(Madde 8)

3.2.1.4. Derecelendirme Faaliyetine İlişkin Genel İlkeler

Derecelendirme kuruluşları faaliyetlerinin sürdürülmesi sırasında uymak zorunda oldukları ilkelere Madde 13’te şöyle yer verilmiştir :

“a) Derecelendirme kuruluşları müşterilerine belli bir dereceyi vereceklerine dair taahhütte bulunamazlar.”

Bu madde ile derecelendirme kuruluşlarının objektif olarak faaliyetlerini yürütmesi garanti altına alınmıştır.

“ b) Derecelendirme kuruluşları her derecenin ne anlama geldiğine ilişkin kamuya açıklama yapmak zorundadırlar. Kamuya yapılan açıklamada, derecelendirmenin ilgili sermaye piyasası aracının alım-satım veya elde tutulmasına ilişkin bir tavsiye niteliği taşımadığı ayrıca belirtilir.”

Görüldüğü gibi derecelendirme kuruluşları şirketlerin sadece kurumsal yönetim alanında mevcut durumunu ortaya koymakta yatırım kararlarını etkileyebilecek şekilde görüş vermekten kaçınmaktadırlar.

“ c) Derecelendirme kuruluşlarının derecelendirme yaptıkları ortaklık ve sermaye piyasası kurumlarının mali durumunu ve faaliyetlerini, borçluluğu temsil eden sermaye piyasası araçlarının riskini periyodik olarak takip etmeleri ve gerektiğinde derece değişikliği yapmaları zorunludur.”

Derecelendirme kavramının dinamik olduğu ve değişen yapıya göre güncellenmesi gerektiği bu madde ile ele alınmıştır.

“d) Derecelendirme kuruluşları yeni bir derecelendirme yaptıklarında, yeni derece ile birlikte bir önceki derecenin ve derecenin değiştirilme gerekçesini kamuya açıklamak zorundadırlar.”

Bir önceki maddenin zorunlu bir sonucu olarak ortaya çıktığı açıktır.

“e) Derecelendirme sözleşmenin fesh edilmesi halinde bu hususun derecelendirme kuruluşu tarafından kamuya duyurulması zorunludur.

f) Derecelendirme kuruluşları, derecelendirme yaptıkları ortaklık ve sermaye

piyasa kurumlarının, Kurulun ilgili düzenlemeleri uyarınca kamuya açıklanması gereken bilgilerden zamanında açıklanmayan ve/veya yetersiz olarak açıklananlar ile faaliyetlerini önemli ölçüde etkileyen diğer finansal ve idari riskleri derecelendirme raporunda açıklamak zorundadırlar.

g) Derecelendirme kuruluşlarının, derecelendirme faaliyetlerini yürütürken bağımsız denetimden geçmiş finansal bilgileri kullanmaları esastır.

h) Derecelendirme kuruluşları, faaliyetleri sırasında derecelendirme kuruluşu dışındaki uzman kişilerden görüş alabilir ve ek araştırma yaptırabilirler.”

Derecelendirme kuruluşlarına faaliyetlerini yaparken yetersiz kaldığı veya farklı bir uzmanlık isteyen konularda yardım alabilmelerine olanak sağlayan bu madde ile bu kuruluşlara daha geniş bir hareket alanı, dolayısıyla daha sağlıklı ölçüm yapma imkanı sağlanmıştır.

“ i) Derecelendirme faaliyetleri sırasında yararlanılan bütün kaynakların güvenilir olması şarttır. Bu konuda bir kuşku söz konusu ise derecelendirme raporunda açıkça yer verilmelidir.

j) Derecelendirme raporunda tüm projeksiyonlar ve varsayımların açıklıkla ayırt edilecek şekilde sınıflandırılması ve derecelendirmenin temel ilke ve yöntemlerinin belirtilmesi şarttır.

k) Derecelendirme kuruluşlarının uluslararası bir derecelendirme kuruluşu ile know-how sözleşmesi yapması halinde uluslararası derecelendirme kuruluşunun kullandığı derecelendirme metodolojisine uyulması ve verilecek derecenin know-how sözleşmesi yapılan uluslararası derecelendirme kuruluşu ile aynı olması zorunludur.”

3.2.1.5. Bağımsızlık ilkesi

Madde 15 gereğince derecelendirme kuruluşları ile derecelendirme uzmanları, derecelendirme çalışmalarında bağımsız ve objektif olmak zorundadırlar. Derecelendirme uzmanlarının derecelendirme faaliyetleri sırasında, bireysel olarak dürüst ve tarafsız olmalarıyla beraber,bağımsızlıklarını ortadan

kaldırabilecek özel durumlarının da bulunmaması gerekmektedir. Derecelendirme uzmanları çalışmalarını sırasında ortaya çıkabilecek çıkar çatışmalarından uzak kalmak, dürüstlük ve tarafsızlıklarını etkileyebilecek durumlardan kaçınmak, inceleme sonuçlarını başkalarının doğrudan veya dolaylı çıkarlarını düşünmeksizin raporlarında açıklamak zorundadırlar.

Derecelendirme kuruluşu ortakları, yöneticileri ve derecelendirme uzmanları derecelendirme hizmeti verdikleri dönemde bir başka derecelendirme kuruluşunda ve/veya sermaye piyasası kurumunda her ne unvanla olursa olsun görev alamaz ve ticaretle uğraşamamaktadırlar.

Ayrıca Madde 5 kapsamında derecelendirme yapan kuruluşlara bazı kısıtlamalar getirilmiştir:

“Derecelendirme kuruluşu ortakları, yöneticileri ve derecelendirme uzmanları görevle ilişkilerinin kesilmesinden itibaren 2 yıl geçmedikçe derecelendirme hizmeti verdikleri ortaklık ve sermaye piyasası kurumu ile bunların iştiraklerinde her ne unvanla olursa olsun görev alamazlar.”

“Derecelendirme kuruluşları, ortakları, yöneticileri, derecelendirme uzmanları ve diğer çalışanları derecelendirme kuruluşunun derecelendirdiği ortaklıklar tarafından ihraç edilen sermaye piyasası araçlarına yatırım yapamazlar.”

“Derecelendirme kuruluşları, doğrudan ve dolaylı olarak %10.dan fazla sermaye payına sahip tüzel kişi ortakları, bunların iştirakleri, bağlı ortaklıkları ve tüzel kişi ortağın bir kredi kurumu olması durumunda bu kurumlardan kredi kullanan şirketlere yönelik olarak kredi derecelendirmesi faaliyetinde bulunamazlar.”

3.2.2. İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi

Kurumsal yönetim ilkelerinin uygulamada yaygınlık kazanması, yatırım ortamının iyileştirilmesi, ekonomik istikrarın ve rekabet eşitliğinin sağlanması gibi sonuçlarıyla ekonomik kalkınmaya destek olacaktır. Kurumsal yönetimin kalitesinin yüksek olması, düşük sermaye maliyeti, finansman imkanlarının ve likiditenin artması, krizlerin daha kolay atlatılması anlamına gelmektedir. Kurumsal yönetim hesap verilebilirlik ilkesi gereğince, yönetim performansının objektif olarak izlendiği sistemlerin oluşturulması, şirketlerin performanslarının artışına olanak sağlamaktadır. Bu Kurumsal Yönetim Endeksi'ne dahil olan iyi kurumsal yönetim uygulamalarına sahip şirketlerin değeri ve saygınlığı artacak ve kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan diğer şirketler için bir referans kaynağı olacaklardır. Bu şirketler ayrıca Türkiye'de portföy yatırımı yapacak yabancı yatırımcıların ilgisinde öncelik sahibi olacaktır. Kurumsal Yönetim Endeksi'ne dahil olmanın şirketlere getireceği bir başka fayda da, İMKB Kotasyon ücretlerinde %50 indirim teşvikinden yararlanma olanağı sağlamasıdır. Bu uygulama, diğer şirketleri de Kurumsal Yönetim Endeksi'ne girme konusunda teşvik eder niteliktedir. Yatırımcı açısından bakıldığında ise, bu Kurumsal Yönetim Endeksi'nin hayata geçmesi ile birlikte yatırımcıların kurumsal yönetimi öğrenme süreci hızlanacak ve konu hakkındaki farkındalıkları artacaktır. Kurumsal yönetimin şeffaflık ilkesi gereğince, şirketlerin kamuoyu ile doğru, açık ve karşılaştırılabilir bilgi paylaşımı sağlamaları sonucunda yatırımcılar tatminkar düzeyde kaliteli bilgiye sahip olacaklar ve kaynaklarını etkin bir şekilde yönlendirme olanağı bulacaklardır. Yatırımcılar, tasarruflarını yönlendirecekleri şirketlerin mali raporları kadar, iyi yönetilip yönetilmediğini de göz önünde bulundurmaktadırlar. Kurumsal Yönetim Endeksi'nin açılmasıyla, yatırımlarını yaparken daha iyi kurumsal yönetim uygulamalarına sahip şirketleri seçme şansına sahip olacaklardır.⁷⁵

⁷⁵Eser Sevinç, Kurumsal Yönetim Endeksi İle İlgili Bilgiler, 10 Nisan 2009, (Çevrimiçi) <http://www.ymm.net/BagimsizDenetimHizmetleri/kurumsalyonetimendeksi.html> (28 Haziran 2009)

Sermaye Piyasası Kurulu'nun İMKB ile birlikte yürüttüğü çalışmalar sonucunda Kurumsal Yönetim İlkeleri'nde yer alan prensipleri uygulayan şirketlere yönelik olarak İMKB bünyesinde Kurumsal Yönetim Endeksi oluşturulmuştur. 01.07.2009-30.09.2009 tarihleri arasında İMKB Hisse Senetleri Piyasası endeksinde yer alacak hisse senetleri şunlardır:⁷⁶

Anadolu Efes
Arçelik
Asya Katılım Bankası
Coca Cola İçecek
Dentaş Ambalaj
Doğan Yayın Hol.
Hürriyet Gaz.
Otokar
Şekerbank
Tofaş Oto. Fab.
Tüpraş
Türk Traktör
Vestel
Y ve Y GMYO
Yapı ve Kredi Bank
Vakıf Yat. Ort.

Endeksin amacı ve temel kuralları aşağıdaki gibi belirlenmiştir:⁷⁷

⁷⁶ TKYD Raporu , Kurumsal Yönetim Endeksleri ve Farklı Pazar Uygulamaları, (Çevrimiçi) <http://www.tkyd.org/hread.asp?ID=112>, 18 Mayıs 2009.

⁷⁷İMKB, Kurumsal Yönetim Endeksi Temel Kuralları , (Çevrimiçi) http://www.imkb.gov.tr/endeksler/kurumsal_yonetim.htm, 18 Mayıs 2009.

3.3.2.1.Amaç

İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi İMKB pazarlarında (GözaltıPazarı hariç) işlem gören ve Sermaye Piyasası Kurulu'nun (SPK) Seri VIII, No:40 "SermayePiyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği" kapsamında kurumsal yönetim ilkelerine uyumuna ilişkin olarak belirlenmiş derecelendirme notuna sahip şirketlerin aşağıda belirtilen kurallara göre fiyat ve getiri performanslarının ölçülmesi amacıyla oluşturulmuştur.

3.2.2.2.Yönetim

Endekse alınma, Endeksten çıkarılma ve Endeksin sürekliliğinin sağlanmasına yönelik işlemler Değerleme ve İstatistik Müdürlüğü tarafından yapılmaktadır.

3.2.2.3. Endekse Alınma

Kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesinde, bir bütün olarak tüm ilkelere uyum notu en az 6 olan ve İMKB pazarlarında (Gözaltı Pazarı hariç) işlem gören şirketlerin hisse senetleri derecelendirme notunun Borsa'ya bildirildiği günü takip eden iş gününde endekse alınmaktadır.

3.2.2.4. Endeksten Çıkarılma

Endeks kapsamındaki şirketler sürekli gözetim altında tutulmakta aşağıdaki şartlarda veya durumlarda Endeks kapsamında bulunan ilgili hisse senetleri Endeks'ten çıkarılmaktadır.

1. Hisse senetlerinin işlem gördüğü pazardan Gözaltı Pazarına alınması
2. Yeni bildirilen kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirme notunun 6'dan düşük olması
3. Hisse senetlerinin işlem sırasının kesintisiz 5 iş gününden fazla süre ile kapalı kalması
4. Hisse senetlerinin işlem gördüğü pazardan sürekli çıkarılması
5. Derecelendirme sözleşmesinin herhangi bir nedenle sona erdiğinin Borsa'ya bildirilmesi
6. Derecelendirme kuruluşunun Sermaye Piyasası Kurulu'nun "Derecelendirme Kuruluşları Listesi"nden çıkarıldığının Borsa'ya bildirilmesi
7. Derecelendirme kuruluşunun bağımsızlığının ortadan kalktığının Borsa'ya bildirilmesi

Yukardaki durumlardan en az birinin gerçekleşmesi halinde, ilgili hisse senetleri 2, 5, 6 ve 7. maddelere göre Borsa'ya bildirim yapıldığı günü takip eden ilk iş günü, 1 ve 4. maddelere göre Borsa Yönetim Kurulu kararının alındığı tarihi takip eden ilk iş günü, 3. maddeye göre işlem sırasının kapalı kaldığı 6. iş günü Endeks kapsamından çıkarılmaktadır.

Yukarıda özetlenen kuralların iyi kurumsal yönetim derecesine sahip şirketlerin mevcut durumlarını korumalarını teşvik ettiğini, yatırımcıları yanıltıcı karar almaktan koruduğunu düşünmekteyiz.

3.2.2.5. Birleşme ve Devir Almalarda Yapılan Değişiklikler

Şirket birleşmeleri durumunda şirketlerin endeks kapsamında kalıp kalamayacağını belirleyen kurallar bu madde ile ele alınmıştır.

Özetle;

- a) Hisse senetleri endeks kapsamında olan bir şirket başka bir şirketi veya şirketleri devir alırsa notu 6'dan aşağıya düşmediği takdirde endeks kapsamında kalmaya devam eder.
- b) Hisse senetleri endeks kapsamında olan bir şirket, kapsamda olmayan bir şirket tarafından devir alınırsa endeksten çıkartılır. Devir alan şirket 'Endekse Alınma' ile ilgili maddede belirtilen şartları sağlarsa endekse alınır.

3.2.2.6. Endekse Yeniden Alınma

Madde 3.3.2.4'de yer alan nedenlerle endeksten çıkarılmış hisselerin endekse yeniden alınması, aşağıda belirtildiği gibi endeksten çıkarılma nedenine göre tekrar endekse alınmaktadır.

- a) "Hisse senetlerinin işlem sırasının kesintisiz 5 iş gününden fazla süre ile kapalı kalması" maddesine göre endeksten çıkarılan hisse senetleri, tekrar işlem görmeye başladığı gün endekse dahil edilir.
- b) Gözaltı Pazarından İMKB'nin diğer pazarlarına geçen hisse senetleri 'Endekse Alınma' ile ilgili maddede belirtilen şartları sağarsa yeni alındığı pazarda işlem görmeye başladığı tarihten itibaren Endekse dahil edilir.
- c) Kurumsal yönetim derecelendirme notu 6'dan düşük olduğu için endeksten çıkarılmış olan ve yeni ilan edilen kurumsal yönetim derecelendirme notu 6 ve üzerinde olan şirketlerin hisse senetleri yeni notun Borsa'ya bildirildiği günü takip eden iş günü endekse tekrar dahil edilir.
- d) Kurumsal yönetim derecelendirme sözleşmesinin herhangi bir nedenle sona ermesi veya derecelendirme kuruluşunun SPK tarafından "Derecelendirme Kuruluşları Listesi"nden çıkarılması nedeniyle endeksten çıkarılan şirketin hisse senetleri, başka bir derecelendirme kuruluşundan alınan derecelendirme notunun "Endekse Alınma" 'yı kapsayan maddedeki şartları sağlaması halinde, yeni notun Borsa'ya bildirilmesini takip eden ilk iş günü endekse dahil edilir.

3.2.2.7. Birden Fazla Derecelendirme Kuruluşundan Not Alınması

Birden fazla derecelendirme kuruluşundan derecelendirme notu alınması durumunda en son bildirilen derecelendirme notu dikkate alınmaktadır. Ayrıca bu derecelendirme kuruluşlarından herhangi birisinin derecelendirme sözleşmesi herhangi bir nedenle sona erdiğinde veya derecelendirme kuruluşunun SPK tarafından Değerleme ve İstatistik Müdürlüğü 3/5 “Derecelendirme Kuruluşları Listesi”nden çıkarılması halinde diğer derecelendirme kuruluşu tarafından verilen not dikkate alınması kararlaştırılmıştır.

Derecelendirmenin en güncel durumu yansıtması gerektiği yukarıda bu madde ile vurgulanmıştır.

3.2.2.8. Hesaplama Yöntemi

- a) Endeksin hesaplanmasında en son tescil edilmiş fiyatlar kullanılmaktadır.
- b) Şirketlerin piyasa değeri, eski ve yeni (varsa) hisse senetlerinin fiyatları ayrı ayrı dikkate alınarak hesaplanmaktadır.

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

Esas sermaye sistemine tabi olup, temettü ödemedi sermaye artırımını yapan şirketlerin verdiği geçici makbuzlar Borsa’da alınıp satılmadığından yeni hisse senedine dönüşüncüye kadar fiyatı oluşmaz. Bu nedenle, eski hisse senetlerinin fiyatı geçici makbuzlar için de geçerli kabul edilerek şirketin piyasa değeri buna göre hesaplanmaktadır.

- c) Endeks, kapsamında bulunan şirketlerin aynen saklamada bulunanlar hariç, Takasbank saklamasında bulunan hisse senetlerinin toplam piyasa değerleri ile ağırlıklı olarak hesaplanmaktadır.

BÖLÜM-IV

KURUMSAL YÖNETİMİN FİRMA DEĞERİNE ETKİSİNE İLİŞKİN İMALAT SEKTÖRÜNDE BİR UYGULAMA

4.1.Amaç:

Çalışmamızın amacı kurumsal yönetim derecesi ile firma değerinin ölçütü olarak alınan Tobin's Q arasındaki ilişkiyi ortaya koymaktır.

4.2.Hipotez:

H0:Kurumsal Yönetim Puanı ile firma değerinin ölçüsü olan Tobin's Q arasında ilişki yoktur. (Bağımsız değişken bağımlı değişkeni açıklamada istatistiksel olarak anlamsızdır.)

H1: Kurumsal Yönetim Puanı ile firma değerinin ölçüsü olan Tobin's Q arasında ilişki vardır. (Bağımsız değişken bağımlı değişkeni açıklamada istatistiksel olarak anlamlıdır)

4.3.Veri ve Yöntem:

Çalışmamızın ilk aşamasında SPK kurumsal yönetim ilkelerindeki kriterler gözetilerek değerlendirme formu oluşturulmuştur.⁷⁸ Formda yer alan soruların bir kısmı şirketin internet sitesi ve faaliyet raporlarının içeriği ile ilgili olduğundan; bu kısımlar ilgili internet siteleri ve faaliyet raporları incelenerek doldurulmuştur. Diğer bilgiler şirket yetkililerine telefon ile soru sorularak anket yöntemiyle doldurulmuştur.⁷⁹ Çalışmamız sektörler arasındaki yapı ve işleyiş farklılığını ortadan

⁷⁸ Gürbüz, a.g.e., s. 67

⁷⁹ Roberto Newell , v.d., A premium for good governance , The McKinsey Quarterly 2 0 02 Number 3 S.20, (Çevrimiçi) <http://www.ebsco.com> 3 Mart 2009.

kaldırmak için İMKB’de işlem gören İmalat Sektöründe faaliyet gösteren firmalar üzerinden yürütülmüştür.⁸⁰ Çalışmamız için gerekli anket formlarının cevaplanması konusunda 40 adet şirket yetkilisinden olumlu cevap alınmıştır. Çalışma bu 40 şirket verileri incelenerek yürütülmüştür.Çalışmamızın kısıtı ankete beklenen ölçüde katılımın olmamasıdır. Firma bazında incelenen toplam soru sayısı 113’dür.Anket/değerlendirme formu kapsamında sorulan sorulara verilmesi beklenen cevaplar “1”; yanıt alınamayan veya Kurumsal Yönetim açısından olumsuz olarak değerlendirilen cevaplar “0” olarak puanlandırılmıştır.⁸¹ Sorular ve sorulara verilmesi beklenen cevaplar Ek-1’de yer almaktadır. Her şirketin sahip olduğu toplam kurumsal yönetim puanının, maksimum puan olan 113’e oranı alınarak 100 üzerinden puanları hesaplanmıştır.Buna göre kurumsal yönetim puanları %1-%49 arasında olan şirketler “Düşük”, %50-%65 arasında olan şirketler “Orta”, %66-%100 arasındaki şirketler “Yüksek” Kurumsal Yönetim Puanlı olarak nitelendirilmiştir.⁸²Çalışmamıza dahil olan şirketlerin Kurumsal Yönetim Puanları aşağıdaki gibi gerçekleşmiştir:

Tablo 4.3.1.Şirketlerin Kurumsal Yönetim Puanları

Kurumsal Yönetim	
Şirket Sayısı	Puanı
13	Yüksek
16	Orta
11	Düşük

Çalışmamızın ikinci aşamasında sözkonusu şirketlerin firma değerlemesi yapılmıştır.Firma değerlemesinin ölçütü olarak da Tobin’s Q kullanılmıştır.Tobin’s Q oranı firmanın piyasa değerinin varlıkların değerine oranını ifade etmektedir.

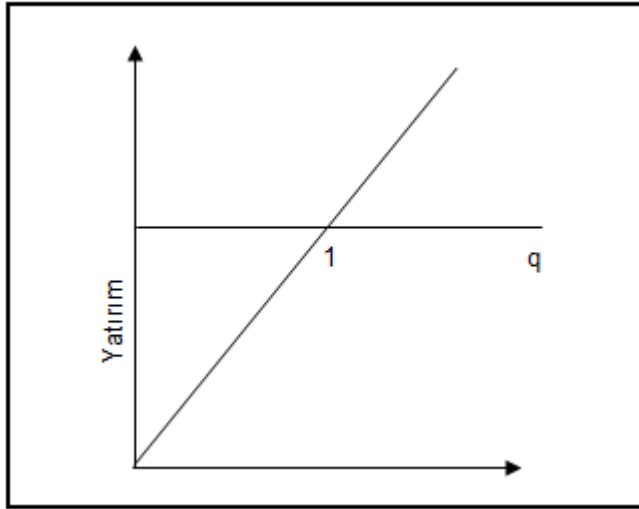
⁸⁰ Tuzcu, a.g.e., s.142

⁸¹ Newell, a.y.

⁸² Tuzcu, a.g.e., s.139

Firmanın pazar değeri sahip olduğu maddi olmayan varlıklara bağlı olarak fiziksel varlıklarının değerinden fazla olabilir. Bu maddi olmayan varlıklar; teknolojik know-how, pazarlama ve dağıtım kanalları, yönetim yapısı olabilir. Q değerinin 1'den büyük olması firmaya eklenecek her 1 birimlik sermayenin firmaya 1 birimden fazla değer katacağı anlamına gelmektedir. Q değerinin 1'e eşit olması firmanın pazar değeri ile defter değerinin eşit olduğunu, 1'den küçük olması ise firmanın defter değerinin pazar değerinden küçük olduğunu gösterir.⁸³

Şekil 4.3.1. Yatırım & Q



Bu oran, firma üzerindeki finansal hakların pazar değerini, firma varlıklarının cari yerine koyma maliyetine bölerek elde edilmektedir. Literatürde varlıkların pazar değerinin hesaplanması konusunda bir uzlaşma sağlanmış gibi gözükmeyle birlikte varlıkların yerine koyma maliyetinin farklı yöntemlerle hesaplandığı görülmektedir.

Chung ve Pruitt'in yaklaşık Tobin's Q hesaplama yönteminin ise hem gerektirdiği veriler yönünden hem de hesaplama kolaylığı bakımından daha kullanışlıdır. (C&P)'nin yaklaşık q değeri basit olarak aşağıdaki gibi hesaplanmaktadır⁸⁴:

⁸³ Graeme Chamberlin, v.d, **Macroeconomics**, Thomson Learning, 2006, Italy, s.77

⁸⁴ Serpil Canbaş v.d., Tobin Q Oranı ve Günümüzde İşletme Kararları Açısından Önemi, s.69, (Çevrimiçi) <http://sosyalbilimler.cukurova.edu.tr/dergi.asp?dosya=150>, 10 Nisan 2009

Yaklaşık $Q=(MVE+PS+DEBT)/TA$

MVE, hisse senedinin pazar fiyatı ile çıkarılmış hisse senedi adedinin çarpımı,
PS, tercihli hisse senedinin fiyatı ile hisse sayısının çarpımı (Çalışmamızda
değerlendirilen firmalar arasında bu tür hisse senedine sahip firma
bulunmamaktadır.)

DEBT, firmanın kısa süreli yükümlülükleri ile kısa süreli varlıkları arasındaki farka
firmanın uzun süreli borçlarının eklenmesi,
TA, firma aktif toplamının defter değeridir.

Çalışmamızda Tobin's Q yukarıda belirtildiği şekilde hesaplanmıştır. Tobin's
Q hesaplamasında kullanılan veriler, tüm şirketlerin 31.12.2007 tarihi itibarıyla sahip
oldukları değerlerdir. Değerlere ulaşmak için İMKB'de şirketlerin halka açıklamış
oldukları bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolarından ve dipnotlarından
yararlanılmıştır.

Aşağıdaki tabloda çalışmamızda incelenen firmaların hesaplanan yaklaşık Tobin's Q değerleri yer almaktadır.

Tablo 4.3.2. Firmaların Tobin's Q Değerleri

Firma	Tobins's Q Değeri	Firma	Tobins's Q Değeri
Firma 1	2,93	Firma 21	0,56
Firma 2	1,64	Firma 22	1,09
Firma 3	1,8	Firma 23	0,56
Firma 4	1,83	Firma 24	0,56
Firma 5	0,29	Firma 25	0,9
Firma 6	1,39	Firma 26	0,33
Firma 7	1,27	Firma 27	0,7
Firma 8	0,92	Firma 28	0,36
Firma 9	3,3	Firma 29	0,31
Firma 10	1,16	Firma 30	0,62
Firma 11	0,65	Firma 31	0,12
Firma 12	1,13	Firma 32	0,08
Firma 13	1,05	Firma 33	0,41
Firma 14	1,04	Firma 34	0,18
Firma 15	0,92	Firma 35	1,54
Firma 16	1,17	Firma 36	0,23
Firma 17	0,56	Firma 37	0,24
Firma 18	0,89	Firma 38	0,03
Firma 19	2,33	Firma 39	2,66
Firma 20	0,41	Firma 40	0,01

Tablo 4.3.3. Firmaların Tobin's Q Değer Grupları

Şirket Sayısı	Tobin's Q Oranı
16	Yüksek
0	Orta
24	Düşük

Firmaların kurumsal yönetim puanı ile firma değerinin ölçütü olarak aldığımız Tobin's Q'nun karşılaştırılması için, çıkan Tobin's Q değerleri aşağıdaki gibi gruplandırılmıştır.⁸⁵;

Tobin's Q > 1 :Yüksek

Tobin's Q =1 : Orta

Tobin's Q < 1:Düşük

Elde edilen veriler SPSS programı, 11.50 versiyonu kullanılarak bilgisayar ortamında işlenmiş ve istatistiksel analizler yapılmıştır.

4.4.Analiz Sonuçları:

Tobin's Q oranı bağımlı değişken ve Kurumsal Yönetim Puanı bağımsız değişkenlerdir.⁸⁶.Regresyon modeli bir bağımlı ve bir bağımsız değişken bulunduğu durumlarda basit doğrusal regresyon olarak adlandırılır.Tobin's Q ile KYP arasındaki ilişkiyi test etmek için veriler öncelikle regresyon analizine tabi tutulmuştur.

Regresyon analizinin doğru sonuçlar vermesi için aşağıdaki varsayımların gerçekleşmesi gerekmektedir.Bu sonuçlar gerçekleşmediği durumlarda doğru sonuçlar vermemektedir⁸⁷:

- Bağımlı ve bağımsız değişkenler arasındaki ilişkinin doğrusal olması
- Bağımsız değişkenlerin birbirleriyle ilişkili olmaması
- Hata terimlerinin normal dağılması
- Hata terimlerinin varyansının sabit olması
- Hata terimleri arasında ilişki olmaması

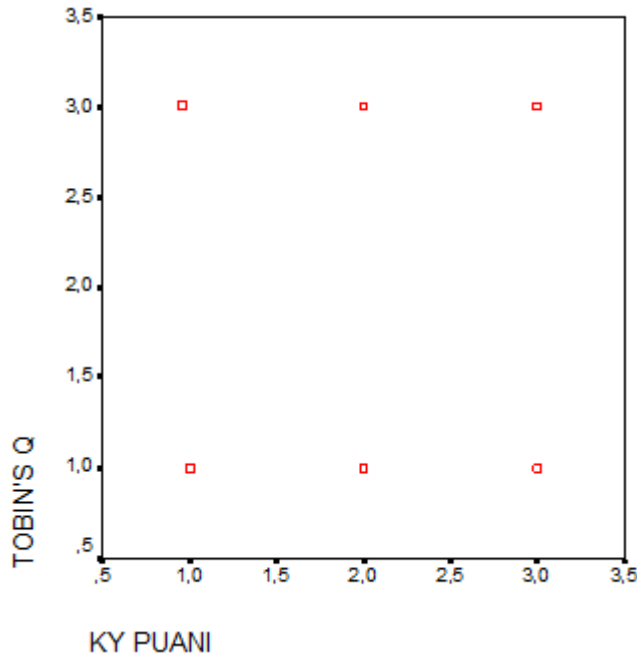
⁸⁵ A.g.e, s.70

⁸⁶ Newell, a.y

⁸⁷ Beril Sipahi v.d., **Sosyal Bilimlerde SPSS'le Veri Analizi**, İstanbul, Beta Basım Yayım, 2006, s.155.

Çalışmamızdaki değişkenlerin doğrusallık grafiği aşağıdaki şekilde oluşmuştur. Grafikten görüldüğü gibi değişkenler arasında doğrusallık bulunmamaktadır. Regresyon analizinin doğrusallık varsayımı gerçekleşmediği için sonuçlar doğru gerçekleşmeyecektir.

Şekil 4.4.1 Doğrusallık Grafiği



Değişkenlere regresyon analizi uygulandığında çıkan sonuçlar aşağıdaki gibi oluşmuştur. Sig. 0,371 > 0,05 olduğundan H0 hipotezi reddedilemez. Yani kurumsal yönetim puanı ile Tobin's Q arasında anlamlı bir ilişkinin varlığından söz edilemez. Ancak yukarıda belirtildiği gibi regresyon varsayımlarından değişkenler arasındaki doğrusallık durumu gerçekleşmediğinden bu sonuç yeterince doğru değildir ve doğrusallık durumunun gerçekleşmediği durumlarda uygulanan Ki-Kare analizinin değişkenlere uygulanması gerekmektedir.⁸⁸

⁸⁸ Sipahi, a.g.e., s.183

Tanımlayıcı İstatistikler:

Tablo 4.4.1 Anova(b)

Model		Kareler Toplamı	df	Kareler Ortalaması	F	Anlamlılık
1	Regresyon	,810	1	,810	,819	,371(a)
	Artıklar	37,590	38	,989		
	Toplam	38,400	39			

a Belirleyici: (Sabit), KY Puanı

b Bağımlı Değişken: Tobin's Q

Tablo 4.4.2 Katsayılar(a)

Model		Standardize Olmayan Katsayılar		Standardize Katsayılar	t	Anlamlılık	Doğrusallık İstatistikleri	
		B	Std. Hata	Beta			Tolerans	VIF
1	Sabit	1,423	,446		3,192	,003		
	KY Puanı	,184	,203	,145	,905	,371	1,000	1,000

a Bağımlı Değişken: Tobin's Q

Tablo 4.4.3 Doğrusallık Tanıları (a)

Model	Ölçü	Özdeğer	Durum Endeksi	Varyans Oranları	
				Sabit	KY Puanı
1	1	1,936	1,000	,03	,03
	2	,064	5,486	,97	,97

a Bağımlı Değişken: Tobin's Q

Tablo 4.4.4 Artık İstatistikler (a)

	Minimum	Maksimum	Ortalama	Std. Sapma	N
Tahmin Değeri	1,6067	1,9749	1,8000	,14412	40
Artık	-,9749	1,3933	,0000	,98176	40
Std. Tahmin Değeri	-1,341	1,214	,000	1,000	40
Std. Artık	-,980	1,401	,000	,987	40

a Bağımlı Değişken: Tobin's Q

Tablo 4.4.5, Tablo 4.4.6 ve Tablo 4.4.7 şirketlerin Tobin's Q oranları ile kurumsal yönetim puanları arasındaki ilişkiyi test etmek amacıyla oluşturulan Ki Kare Testi sonuçlarını göstermektedir.

Tablo 4.4.5 Özet Tablo

	Örneklem					
	Geçerli		Kayıp		Toplam	
	N	Oran	N	Oran	N	Oran
Kurumsal Yönetim Puanı * Tobin's Q Oranı	40	100,0%	0	,0%	40	100,0%

Tabloda görüldüğü gibi analizdeki 40 şirkete ait verilerin tamamı geçerlidir ve kayıp veri bulunmamaktadır.

Tablo 4.4.6 Kurumsal Yönetim Puanı*Tobin's Q Oranı Çapraz Tablosu

	Tobin's Q Oranı	Toplam		
		Düşük	Yüksek	
Kurumsal Yönetim Puanı	Düşük	8	3	11
	Orta	9	7	16
	Yüksek	7	6	13
Total		24	16	40

Tablodan görüldüğü gibi yüksek Tobin's Q oranına sahip 16 şirketten 6'sının kurumsal yönetim puanı yüksek, 7 tanesinin orta ve 3 tanesinin düşük düzeyde gerçekleşmiştir. Düşük Tobin's Q oranına sahip olduğu halde yüksek kurumsal yönetim puanı olanların sayısı ise 7, yani örneklem içinde %18'dir.

Tablo 4.4.7 Ki Kare Testi (Kurumsal Yönetim Puanı*Tobin's Q Oranı)

	Değer	Serbestlik Derecesi	Anlamlılık Derecesi
Pearson Ki Kare	1,041(a)	2	,594
Olabilirlik Derecesi (Likelihood Ratio)	1,075	2	,584
Doğrusal İlişki	,823	1	,364
Geçerli Örnek Sayısı	40		

a 5 değerinin altında kalan hücre sayısı 1'dir.(16,7%)Beklenen en küçük değer 4,40'dır.

Ki-Kare test sonuçları incelendiğinde; Ki-Kare değerinin 1,041 serbestlik derecesinin 2 ve P değerinin de 0,594 olduğu görülmektedir.

Hesaplanan P değeri $>0,05$

0,594 $>0,05$ olduğundan H_0 hipotezi reddedilemez.

Şirketlerin kurumsal yönetim puanları ile Tobin's Q oranları arasında anlamlı bir ilişkinin olmadığı sonucuna ulaşılır.

Anket sonuçlarına baktığımızda ise ortaya çıkan bazı önemli bulgular şu şekilde özetlenebilir;

- Araştırmaya katılan firmaların %60'ı pay sahipleriyle ilişkiler birimine sahiptir.
- %23'ünün anasözleşmesinde pay devrini kısıtlayıcı/zorlayıcı hüküm bulunmaktadır.
- %5'inin anasözleşmesinde oy hakkına katılım ve kar payına katılım ile ilgili imtiyaz bulunmaktadır.
- Pay sahiplerince özel denetçi atanması konusu şirketlerin %3'ünün anasözleşmesinde yer almaktadır.
- %8'inin faaliyet raporlarında yönetim kurulu ile ilgili detaylı bilgiye rastlanmıştır.
- %70'nde alınacak önemli kararlar genel kurulda tartışılmaktadır.

- %45'i menfaat sahiplerinin yönetime katılmasını sağlayacak uygulamalara yer vermektedir.
- %30'u Kurumsal Yönetim Komitesine sahiptir.
- Birikimli oy sistemini kullanan firma bulunmamaktadır.
- Firmaların%25'inde yönetim kurulunun yarısından fazlası icrada görevlidir.
- %18'inde yönetim kurulu yeleri içerisinde , görevlerini hiç bir etki altında kalmaksızın icra etme niteliğine ve potansiyeline sahip bağımsız üyeler bulunmaktadır.

Kurumsal yönetim ve firmalar üzerindeki finansal etkilerini incelemek üzere yapılmış çeşitli araştırmalardan da grldği gibi günümüzde kurumsal yönetimin önemini gözardı ederek firmaların faaliyetlerine devam etmeleri olumsuz sonuçlar doğuracaktır.Halka açık şirketlerde ; iyi kurumsal yönetim yatırımcıların tercihlerini olumlu yönde etkilemek için giderek zorunlu hale gelmektedir.Halka açık olmayan şirketlerde ise bu durum; tedarikçiler , müşteriler ve çalışan ilişkileri açısından olumlu sonuçlar doğuracaktır, şirketleri nitelikli insanların çalışmak isteyeceği iş ortamı haline getirecektir.

SONUÇ

Kurumsal Yönetim, hisse senetleri piyasalarda işlem gören firmalar için yasal yaptırımlar söz konusu olmasa bile artık uygulanması kaçınılmaz hale gelmiştir. Kardan pay alma firmalara yatırım yapanların öncelikli beklentileri olmasına karşın, bunun yanında kurumsal yönetim ilkeleri kapsamına giren diğer birçok etmen de günümüzde gözardı edilmemektedir.

Firmaların sorumluluğu artık sadece yatırımcılara karşı değil; çalışanlardan tedarikçilere kadar iletişim içerisinde oldukları tüm menfaat sahiplerini kapsamaktadır. Kurumsal yönetim sosyal sorumluluğun yanı sıra menfaat sahiplerinin haklarını ve çıkarlarını korumada şirketlere görevler yüklemektedir. Bu açıdan öncelikle yönetim kurulunun görev ve sorumlulukları, yapısı önem taşımaktadır. OECD yönetim kuruluyla ilgili faktörlere ilkelerinde geniş bir şekilde yer vermiştir. Bununla beraber firmaların faaliyetlerini, eylem planlarını, mali durumlarını, performans ve mali durumlarını doğru, açık anlaşılır bir şekilde kamuya sunmak olarak nitelendirilen şeffaflık ta yatırım kararlarını etkileyen bir faktör olarak OECD ilkelerinde geniş yer tutmaktadır. Ayrıca hesap verebilme yükümlülüğü, yönetimin elindeki yetkileri kötüye kullanmasını engelleyerek tüm menfaat sahiplerinin haklarının korunmasını sağlayan kurumsal yönetimle tam anlamıyla bütünleşen bir ilkedir. Adalet ve eşitlik prensibi ise azınlık ve yabancı hissedarların haklarının güvenceye alınmasını sağlamaktadır.

Görüldüğü gibi kurumsal yönetim globalleşen dünyada gerek özel, gerekse kamu işletmeleri için aslında başından beri olması gereken durumu ortaya koymaktadır. Tam anlamıyla uygulanan bir kurumsal yönetim yapısı firmaya uzun dönemde; değer, finansman imkanı, karlılık, performans, getiri, likidite, verimlilik ve üretkenlik artışı sağlayacak; finansman maliyeti, sermaye maliyeti, ve iş risklerinde de azalışa neden olacaktır. Bunun da genel olarak ifadesi güvenli bir firma imajı ve sürdürülebilir büyümedir.

Kurumsal Yönetim uygulayan firmalara yapılacak yatırımın artışına paralel olarak o ülkedeki istihdam artacak, ülkenin ve toplumun refah seviyesi yükselecektir. Bu nedenle kurumsal yönetim Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde daha kritik bir önem teşkil etmektedir. SPK ve İMKB'nin konuyla ilgili çalışmaları mevcuttur. Fakat ilkelere kısmen de olsa uygulama zorunluluğu getirip gerekli yasal çerçeveyi oluşturmak konusunda devlete görevler düşmektedir.

Yapmış olduğumuz çalışmanın uygulama bölümü kapsamında, kurumsal yönetimin firmaya olan etkisi en çok kullanılan firma değerlendirme ölçütü olan Tobin's Q değeri baz alınarak incelenmiştir. Araştırma sonucunda kurumsal yönetim puanı yüksek olan firmaların Tobin's Q değerlerinin yani firma değerlerinin de yüksek olduğunu gösteren bulgular elde edilmemiştir. Kurumsal yönetim ile piyasa değerinin ölçütü olarak aldığımız Tobin's Q oranı arasında ilişkinin bulunmaması, görüşümüze göre örneklemdaki firmaların yapılarından, mevcut piyasa koşullarından, yatırımcı tercih önceliklerinin farklı olmasından kaynaklanabilir. Öte yandan Bölüm 3.1.'de anlatılan; "Halka Açık Şirketlerde Kurumsal Yönetim Anlayışı: İMKB-100 Örneği" konulu çalışmada "İMKB-100 şirketlerin piyasa değeri arttıkça kurumsal yönetim uygulamaları artmaktadır" olarak öne sürülen hipotez reddedilip kurumsal yönetim performansı ile piyasa değerleri arasında ilişki bulunmamıştır. Araştırma sonucumuzun bahsedilen araştırma ile paralel çıkması Türkiye'de ki piyasa yapısının kurumsal yönetim unsurlarının piyasa değerini etkileme de yetersiz olduğu şeklinde görüşümüzü ortaya çıkarmaktadır. Elde edilen sonuca doğrudan etkisi olan diğer bir olgu ise firmaları kurumsal yönetim puanlarına göre sınıflandırmak için baz alınan değer aralıklarının subjektif olması durumudur. Değer aralıklarının değişmesi durumunda, firmaların kurumsal yönetim dereceleri açısından sınıflandırılması farklı olabileceğinden, analiz sonucunun da mevcut sonuçtan farklı çıkması muhtemeldir.

KAYNAKÇA

Active Academy Araştırma Merkezi:	Vekalat Maliyetlerine Dikkat, Activeline Gazetesi , No:47, 01.02.2004 s.6, (Çevrimiçi) www.makalaem.com , 03 Haziran 2009
Aktan, C. Coşkun:	Kurumsal Yönetiminin Amaçları , (Çevrimiçi) http://www.canaktan.org/yonetim/kurumsal-yonetim/amaclar.htm , 01 Haziran 2008 (Çevrimiçi) www.makalaem.com , 03 Haziran 2009.
Aktan, C. Coşkun:	Devlete Düşen Görevler, (Çevrimiçi) http://www.canaktan.org/yonetim/kurumsal-yonetim/devlete-dusen.htm , [01.06.2008]
Alabay, M. Nurettin:	İşletmecilikte Çağdaş Yönelimler , 2003, s.91.
Ararat, Melsa:	Corporate Governance in Turkey: An Overview and Some Policy Recommendations , Corporate Governance , Sayı 3: No:1, 2003, s.60-72, (Çevrimiçi) http://www.scribd.com/doc/44113/corporate-governance-in-turkey-ararat-ugur-2003 , 8 Mart 2009.
Ararat, Melsa:	Gelişmekte Olan Pazarlarda CG Sorunları, Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası İnsan Kurumsal Şirket Yönetimi Konferansı (14-18 Nisan 2003), Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası İnsan Kaynakları Genel Müdürlüğü Yayınları , s.106
Ayaş, Eşref:	Kurumsal Şirket Yönetimi Alanında Kamunun Yaklaşım ve Düzenlemeleri, Kurumsal Şirket Yönetimi Konferansı (14-18 Nisan 2003), Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası İnsan Kaynakları Genel Müdürlüğü Yayınları , Ankara, 2003, s.173-181
Babuşcu, Şenol:	SPK Kurumsal Yönetim Derecelendirme Uzmanlığı Sınavlarına Hazırlık, Kurumsal Yönetim , SPK Lisanslama Serisi:52, Ankara, 2007 s.97-122
Bai, E. Chong:	“Corporate governance and market valuation in China”, Journal of Comparative Economics 03.02.2004, s.613, (Çevrimiçi), www.sciencedirect.com , 9 Mart 2009
Bauver, Rob:	Empirical evidence on corporate governance in Europe: The effect on stock returns, firm value and performance”, Journal of Asset Management ; Ağustos 2004; 5, s.103, (Çevrimiçi) http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=444543 25 Ekim 2008
Brown, Lawrence:	Corporate Governance Study “The Correlation between Corporate Governance and Company Performance” Institutional Shareholder Services, s.3-6 (Çevrimiçi) http://www.tkyd.org/files/downloads/corporate_governance_study_104.pdf 10 Nisan 2009

CACG Guidelines:	"Principles For Corporate Governance In The Commonweallth", Final Version, 1999, (Çevrimiçi) http://www.nfcgindia.org/pdf/cacg_guidlines.pdf , 3 Mart 2009.
Canbaş, Serpil:	Tobin Q Oranı ve Günümüzde İşletme Kararları Açısından Önemi, s.69, (Çevrimiçi) http://sosyalbilimler.cukurova.edu.tr/dergi.asp?dosya=150 , 10 Nisan 2009
Center For Corporate Governance	The Significance of Corporate Governance, (Çevrimiçi) http://www.ccg.uts.edu.au/corporate_governance.htm , 3 Mart 2009
Cernat, Lucian:	The Emerging, European Corporate Governance Model: Anglo –Saxon, Continental, Or Still The Century of Diversity?, Journal of European Public Policy , Şubat 2004, s.149, (Çevrimiçi) http://www.informaworld.com , 23 Ekim 2008
Chamberlin, Graeme v.d:	Macroeconomics , Thomson Learning, Italy, 2006, s.77
D. Acemoglu, vd.,	"The Colonial Origins oOf Comparative Development: An Empirical Investigation," American Economic Review , 91(5), December 2001, (Çevrimiçi) http://elsa.berkeley.edu/~chad/ajr2001.pdf , s.1369, 20 Ağustos 2009.
Darman, M. Güler:	Doğru ve İyi Yönetim, (Çevrimiçi) http://www.cgscenter.org/doc/DOGRUVEIYIYONETIM.pdf , 5 Haziran 2009.
Darman, M. Güler:	A Guide to Best Practices for Managers, Corporate Governanace Worldwide , The World Business Organization ICC Publishing S.A. , Paris, s.43.
Denetimnet:	Denetimnet Yönetim Kurulu Anketi 2007, (Çevrimiçi), www.denetimnet.net/UserFiles/Documents/Anket/anket.pdf , 10 Kasım 2008.
Erdönmez, P. Ataman:	Kurumsal Yeniden Yapılandırma, Bankacılar Dergisi , Sayı:44, (Çevrimiçi), www.tbb.org.tr/turkce/dergi/dergi44/Kurumsal%20Yeniden%20yapilandirma.doc , 2 Şubat 2009
Ersnt&Young:	Building Good Corporate Governance Practices, (Çevrimiçi) http://www.ey.com/global/content.nsf/Indonesia/services_-_Business_Risk_-_Corporate_Governance , 12 Ağustos 2008.
Global Corporate Governance Forum:	Toolkit Developing Corporate Governance of Best Practice, Volume 1 Rationale, 2005, (Çevrimiçi) http://www.affaires-generales.gov.ma/upload/vol1cvr.pdf , 05 Haziran 2008.

Gordon, James:	The Macroeconomic Benefits of Good Corporate Governance , 16 Ocak 2002, (Çevrimiçi) http://imf.org/external/country/IND/tr/2002/pdf/011602.pdf , 17 Mayıs 2009.
Göcenoglu, Ceyhun:	Sürdürülebilir Kalkınma Çerçevesinde Yeni Çözümler – Haklar – Sorumluluklar; (Çevrimiçi) www.gocenoglu.net/kalkinma%20hareketi%20web%20sitesi.doc –, s.6,14 Temmuz 2008
Gürbüz, Osman:	Kurumsal Yönetim:Türkiye’deki Durumu ve Geliştirilmesine Yönelik Öneriler , 1.Basım,İstanbul,:Literatür Yayınları,2004, s.33
Heinrich, P. Ralph:	Complementarities in Corporate Governance , Springer, Germany, 2002, s.12
Işık, Yusuf:	Kurumsal Şirket Yönetimi Alanında Kavramsal Çerçeve ve Eğilimler, Dünyadaki Gelişmeler, Kurumsal Şirket Yönetimi Konferansı (14-18 Nisan 2003), Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası İnsan Kaynakları Genel Müdürlüğü Yayınları , Ankara, 2003,s.3.
Işık, Yusuf:	Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası İnsan Kaynakları Genel Müdürlüğü, Kurumsal Şirket Yönetimi Konferansı (14-18 Nisan 2003) , Ankara, 2003, s.5
İMKB:	Kurumsal Yönetim Endeksi Temel Kuralları , (Çevrimiçi) http://www.imkb.gov.tr/endeksler/kurumsal_yonetim.htm , 18 Mayıs 2009
Koç, İ.Özlem:	AB’ye Entegrasyon Sürecinde Kurumsal Yönetim ve Öncü İki Sektör Üzerine Uygulama, (Çevrimiçi) http://bsy.marmara.edu.tr/TR/sempozyum_bildirileri/sempindex.html , 28 Mart 2008.
Kurt, Mustafa:	Kurumsal Yönetimde Finansal ve Yönetmel Konular“Kurumsal Yönetim İlkeleri”nin İçerik Analizi , (Çevrimiçi) http://www.tkyd.org/files/downloads/tobb.pdf , 15 Ekim 2008.
Kurumsal Yönetim Derneği&Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü:	OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri 2004, s.9 (Çevrimiçi), http://www.tkyd.org/files/downloads/oecd2004.pdf , 08 Haziran 2008
La Porta, Rafael:	Law and Finance, Working Paper 5661, Cambridge, NBER, July 1996, (Çevrimiçi) http://www.nber.org/papers/w5661 , s.42 , 17 Ağustos 2009.
Mabe, William:	Privatization and Corporate Governance: The Effect of Privatization on Shareholder Rights, Financial Disclosure, and Insider Trading Laws in the Developed Economies," 01 Eylül 2005, (Çevrimiçi) http://www.allacademic.com/meta/p40097_index.html s.1-27, 3 Haziran 2009.

Mc Kinsey&Company:	Giving New Life to the Corporate Governance Reform Agenda For Emerging Markets, s.5 (Çevrimiçi) http://www.mckinsey.com/client/service/organizationleadership/service/corpgovernance/pdf/EmergingMarketOpinion.pdf , 05 Haziran 2009
Morc, Randall K:	Concentrated Corporate Ownership, (National Bureau of Economic Research Conference Report -Hardcover), University of Chicago Press, 2000, s.279
Muller, Kapsar:	Corporate Governance and Globalisation-The Role and Responsibilities of Investors, (Çevrimiçi) http://www.ellipson.com/files/debate/debate_summer_02e.pdf s .9, 4 Haziran 2009.
Newell, Roberto:	A premium for good governance , The McKinsey Quarterly 2 0 02 Number 3 S.20, (Çevrimiçi) http://www.ebsco.com 3 Mart 2009.
Nicolò, Gianni:	Corporate Governance Quality:Trends and Real Effects, 05.07.2007, (Çevrimiçi) www.sciencedirect.com , 29 Aralık 2008.
OECD:	Corporate Governance Principles,2004, (Çevrimiçi) http://www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf , 01 Haziran 2008
OECD:	OECD Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises, http://www.oecd.org/document/33/0,3343,en_2649_34813_34046561_1_1_1_1,00.html , (Çevrimiçi) 8 Haziran 2008.
Perşembe, Ali:	Avrupada Kurumsal Yönetişim:Çıtayı Yükseltmek, (Çevrimiçi) http://www.dunyagazetesi.com.tr/yazar.asp?authId=83&id=3940 , 28 Kasım 2008
Pound, John:	Kurumsal Olarak Yönetilen Şirket Neler Sağlayabilir?, Harvard Business Review Dergisinden Seçmeler- Kurumsal Şirket Yönetimi , Çev.Ahmet Kardan, İstanbul, Mess Yayın, 2002 s.111
Ralls, Jon:	Corporate Governance - who cares?, 1997, (Çevrimiçi) http://www.wwwolf.co.uk/ifs/9706_cvr.htm , 01.06.2008.
Sevinç, Eser:	Kurumsal Yönetim Endeksi İle İlgili Bilgiler, (Çevrimiçi) http://www.ymm.net/BagimsizDenetimHizmetleri/kurumsalyonetimendeksi.html (28 Haziran 2009)
Sipahi, Beril:	Sosyal Bilimlerde SPSS'le Veri Analizi , İstanbul, Beta Basım Yayın, 2006, s.155-187
SPK:	Kurumsal Yönetim İlkeleri ,Şubat 2005, s.4 (Çevrimiçi)
SPK:	Basın Açıklamaları, 2005, (Çevrimiçi) http://www.spk.gov.tr/haberduyuru/basinaciklamalari/basinaciklamasi_09022005.html , 20 Kasım 2008

SPK:	Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği ,(Çevrimiçi) www.spk.gov.tr/mevzuat/Html/Spk15-2.htm - 137k, 1 Mayıs 2009.
Şimşek, F. Hüsnüye:	“Homo Economicus’tan akılcıl organizasyona geçiş”, (Çevrimiçi) http://www.kalder.org.tr/preview_content.asp?contID=690&tempID=1&regID=2 , 01 Haziran 2008.
Tekinay, N. Aslı:	Kurumsal Yönetimin Kapsamı Genişliyor, Capital , Yıl:14, Sayı :2006/2, s.60
TKYD:	Kurumsal Yönetim Endeksleri ve Farklı Pazar Uygulamaları, (Çevrimiçi) http://www.tkyd.org/hread.asp?ID=112 , 18 Mayıs 2009
Tuzcu, Arcan:	Halka Açık Şirketlerde Kurumsal Yönetim Anlayışı:İMKB-100 Örneği , Ankara, Turhan Kitabevi Yayınları, 2004 , s.16
TÜSİAD&OECD:	Kurumsal Yönetim İlkeleri, Haziran 2000 (Çevrimiçi) http://www.tusiad.org/tusiad_cms.nsf/LHome/C2203785753C6156C225733E00254729/\$FILE/oecd.pdf s.16-17, 08 Haziran 2008.
UNCTAD:	UNCTAD World Investment Report 2008, 24.09.2008, İstanbul, (Çevrimiçi), http://www.yased.org.tr/webportal/English/Yayinlar/Documents/UNCTAD2008-en-24-09-2008.pdf , 18 Kasım 2008
Varış, Meral:	Sermaye Piyasalarında Kurumsal Yönetim İlkeleri, İMKB Dergisi, Özel Sayı , Yıl.5, Sayı.19, 2001, ss. 129-168.
	Dünyada Kurumsal Yönetim, (Çevrimiçi) http://www.kurumsallasma.com/HABER003.htm , 3 Ağustos 2008

EKLER

Ek-1

Sorular	Verilmesi Beklenen Cevaplar
1 Pay sahipleriyle ilişkiler birimi var mı? Şirket ana sözleşmesinde pay devrini zorlaştırıcı düzenlemelere yer	Evet
2 verilmiş mi? Ana sözleşmede oy hakkına katılım hakkında imtiyazla ilgili bir hüküm	Hayır
3 var mı? Ana sözleşmede kar payına katılım hakkında imtiyazla ilgili bir hüküm var	Hayır
4 mı? Ana sözleşmede kar dağıtımın esasları belirlenmiş mi?	Hayır
5 Ana sözleşmede kar dağıtım politikası yeterince detaylı mı? Kar dağıtım önerisinde, şirketin yıl içinde yaptığı ve yıl sonunda yapmayı	Evet
7 planladığı bağış ve yardımlar hakkında bilgi yer alıyor mu?	Evet
8 Pay sahiplerince özel denetçi atanması ana sözleşmede düzenlenmiş mi? Karşılıklı iştirak içinde olan pay sahibi şirket olup olmadığı; varsa	Evet
9 bununla ilgili bilgiler internet sitesinde yer alıyor mu?	Evet
10 Ana sözleşmede azınlık hakları ile ilgili bir düzenleme var mı? Yönetim kurulu üyelerinin seçiminde birikimli oy kullanma yöntemi	Evet
11 uygulanıyor mu? Ana sözleşme değişikliklerinde sözleşmenin eski ve yeni haline yer	Evet
12 verilmiş mi?Değişiklik yoksa değişiklik olmadığı ayrıca belirtilmiş mi?	Evet
13 Ana sözleşmede değişiklik varsa bunların gerekçeleri açıklanmış mı? Ana sözleşmede yönetim kurulu sekreteryası olduğu ile ilgili bir hüküm	Evet
14 var mı? Yönetim kuruluna seçilecek adaylar hakkında hangi bilgilerin asgari	Evet
15 olarak açıklanacağı hususu şirket esas sözleşmesinde yer alıyor mu?	Evet

Genel kurul toplantısı şirket merkezinin bulunduğu yerde (ya da	
16 anasözleşmede öngörülen yerde)mi yapılıyor?	Evet
Genel kurul toplantılarının, söz hakkı olmaksızın menfaat sahipleri ve medya dahil kamuya açık olarak yapılabileceği hususunda esas sözleşme	
17 de hüküm var mı?/Faaliyet raporunda izlenebileceği belirtilmiş mi?	Evet
Adi paylar ile imtiyazlı paylar arasında denge kurulmasını teminen, imtiyazlı grubun sermayedeki payının en fazla yüzde elli fazlası kadar oy	
18 imtiyazı olabileceği şeklinde bir hüküm esas sözleşmede yer alıyor mu?	Evet
Pay sahibi olmayan kişinin temsilci olarak vekaleten oy kullanmasını	
19 engelleyen hükümler esas sözleşmede var mı?	Hayır
Paydaşların beklentilerini dengelemek işletme misyonlarından biri olarak	
20 tanımlanmış mıdır?	Evet
Sirketin kâr dağıtım önerisinde; kar paylarının ödeme yeri ve zamanı yer	
21 alıyor mu?	Evet
Sirketin kâr dağıtım önerisinde; kar paylarının ödeme şekli yer alıyor	
22 mu?	Evet
Sirketin kâr dağıtım önerisinde; hisse başına ödenecek kar payı,yer alıyor	
23 mu?	Evet
Şirketin kar dağıtım önerisinde;dolaylı istirak ilişkileri de dikkate alınmak suretiyle dağıtılabılır kardan önemli miktarda pay alan gerçek	
24 kişiler ve alacakları belirtilmiş mi?	Evet
Sirketin kâr dağıtım önerisinde ;dönem kârı ve dağıtılabılır kârın tutarı,ile	
25 kaynağı, yer alıyor mu?	Evet
Sirketin kâr dağıtım önerisinde ; yönetim kurulunun kârın dağıtılmasına	
26 ilişkin teklifini hangi kriterleri gözetererek hazırladığı açıklanıyor mu?	Evet
Yönetim kurulunun genel kurula karın dağıtılmamasını teklif etmesi halinde, bunun nedenleri ile karın kullanım şekline ilişkin bilgi ayrıca pay sahiplerine sunulup faaliyet raporunda, izahname ve sirkülerde yer alıyor	
27 mu?	Evet

Bölünme ve hisse değişimi, önemli tutarda maddi - maddi olmayan varlık, üçüncü kişiler lehine kefalet ipotek gibi teminat verilmesi genel	
28 kurul kararı ile mi yapılmaktadır?	Evet
29 Herhangi bir pay sahibinin oy hakkına üst sınır getirilmiş midir?	Hayır
Şirketiniz kamunun aydınlatılmasında yapılacak bildirimlerden sorumlu	
30 ve imza yetkisine haiz iki yöneticiye sahip mi?	Evet
Ticari sır kavramı şirket iç yönetmenliklerinde ve ana sözleşmede	
31 tanımlanmış mı?	Evet
Şirketin gerçek kişi nihai hakim pay sahiplerinin dolaylı ve karşılıklı	
32 istirak ilişkilerinden arındırılmak suretiyle kamuya açıklanıyor mu?	Evet
Bağımsız denetim kuruluşunun şirketin iç kontrol sistemi hakkındaki	
33 görüşüne erişilebiliyor mu?	Evet
Faaliyet raporunda;Mali tabloların firmanın finansal durumunu ve	
finansal performansını SPK tarafından yayınlanan finansal raporlama	
standartları çerçevesinde doğru ve dürüst bir biçimde yansıttığı bağımsız	
34 denetim raporu ile teyid ediliyor mu?	Evet
35 Uygulanmayan kurumsal yönetim ilkelerinin gerekçesi açıklanıyor mu?	Evet
36 Yönetim kurulu üyelerinin ücretleri kamuya açıklanıyor mu?	Evet
Şirketiniz yönetim kurulu üyeleri, yöneticileri ve şirket sermayesinin	
doğrudan ya da dolaylı olarak en az %5 ine sahip olan pay sahipleri,pay	
sahibi oldukları grup şirketleri ile grup şirketi olmamakla beraber	
şirketinizin önemli miktarda ticari ilişki içerisinde bulunduğu şirketlerin	
sermaye piyasası araçlarında gerçekleştirdikleri alım ve satım işlemleri	
37 derhal kamuya açıklanmakta mıdır?	Evet
38 Şirketin antetli kağıdında internet sitesinin adresi yer alıyor mu?	Evet
Menfaat sahiplerinin şirket yönetimine katılması yönünde esas	
39 sözleşmede ve iç düzenlemelerde bir hüküm var mı?	Evet
Menfaat sahiplerinin şirket yönetimine katılmasını sağlayacak anket ,	
40 öneri vb uygulamalar var mı?	Evet
41 Müşteri ilişkileri bölümü/tüketici danışma hattı var mı?	Evet

Pay sahipleri haklarının korunması ile ilgili şirket politikaları ve 42 prosedürleri oluşturulmuş mudur?	Evet
Çalışanlar haklarının korunması ile ilgili şirket politikaları ve 43 prosedürleri oluşturulmuş mudur?	Evet
Alacaklılar haklarının korunması ile ilgili şirket politikaları ve 44 prosedürleri oluşturulmuş mudur?	Evet
Müşteriler haklarının korunması ile ilgili şirket politikaları ve 45 prosedürleri oluşturulmuş mudur?	Evet
Tedarikçiler haklarının korunması ile ilgili şirket politikaları ve 46 prosedürleri oluşturulmuş mudur?	Evet
Sendikalar haklarının korunması ile ilgili şirket politikaları ve 47 prosedürleri oluşturulmuş mudur?	Evet
Devlet haklarının korunması ile ilgili şirket politikaları ve prosedürleri 48 oluşturulmuş mudur?	Evet
Personel alımına ve terfi mekanizmasına ilişkin yazılı olarak belirlenmiş 49 kriterler var mı?	Evet
Şirketin finansal imkanları, ücret , kariyer , eğitim sağlık gibi konularda çalışanlara yönelik bilgilendirme toplantıları yapılarak görüş alışverişinde 50 bulunulmakta mıdır?	Evet
51 Çalışanlara ücret dışı yan ödeme ve sosyal haklar tanınmakta mıdır?	Evet
52 Çalışanlarımız içinde bir sendikaya üye olanlar bulunmakta mıdır?	Evet
53 Çalışanlara hisse senedi edinme hakkı tanınmış mıdır?	Evet
Şirketin vizyon, misyon ve stratejik hedefleri belirlenerek kamuya 54 açıklanmış mı?	Evet
Yönetim kurulunun yetki ve sorumlulukları fonksiyonları ile esas 55 sözleşmede yer almış mı?	Evet
Yönetim kurulunun yetki ve sorumlulukları faaliyet raporunda var mı; 56 kamuya açıklanmış mı?	Evet
57 Yönetim kurulunun yarısından fazlası icrada görevli mi?	Hayır
58 Yönetim kurulu başkanı ve genel müdür aynı kişi mi?	Hayır
59 Kurumsal yönetim komitesi var mı?	Evet

60	Komitelerde bağımsız üyeler var mı? Şirketin etik kurallar beyanında , yönetim kurulu üyelerinin şirket ile ilgili ticari sır niteliğinde bilgileri kamuya açıklamayacaklarına dair hüküm var mı?	Evet
61	Şirket ana sözleşmesinde yönetim kurulu üye adaylarında aranan niteliklere yer verilmiş mi?	Evet
62	Yönetim kurulu toplantı ve karar nisabına esas sözleşmede yer verilmiş mi?	Evet
63	Yönetim kurulu üyeleri içerisinde , görevlerini hiç bir etki altında kalmaksızın icra etme niteliğine ve potansiyeline sahip bağımsız üyeler var mı?	Evet
64	Denetim komitesi var mı?	Evet
65	Risk yönetim ve iç kontrol mekanizması var mı?(yönetim kurulu tarafından oluşturulan)	Evet
66	Şirket esas sözleşmesinde pay ve menfaat sahiplerinin yönetim kurulunu toplantıya davet edebilmesine olanak sağlayacak düzenlemelere yer veriliyor mu?	Evet
67	Bir yönetim kurulu üyesi birden fazla komitede yer alıyor mu?	Hayır
68	Şirket ana sözleşmesinde yönetim kurulu başkanı ve genel müdürün aynı kişi olabileceğine dair hüküm var mı?	Hayır
69	Yönetim kurulu üyeleri arasındaki görev dağılımına faaliyet raporunda yer verilmiş midir?	Evet
70	Yönetim kurulu üyelerinin oy hakları eşit mi?	Evet
71	Yönetim kuruluna bilgi akışını aksatıcı ve engelleyici hareketlerde bulunan şirket çalışanlarına yaptırımlar uygulanmasına ilişkin esaslar şirket içi düzenlemerde yer alıyor mu?	Evet
72	Yönetim kurulunun sebep olduğu zararların , yönetim kurulu tarafından müteselsilen karşılanacağı yazılı olarak beyan edilmiş midir?	Evet
73	Yasal denetçiler son 3 yılda yönetim kurulu üyeleri ya da üst düzey yöneticilere karşı dava açmış mıdır?	Hayır
74		

75	Yönetim kurulu üyelerinin şirketi önemli ölçüde etkileyen gelişmelerden zamanında ve doğru bir şekilde bilgilendirilmesini sağlayacak sistematik mekanizmalar bulunmakta mıdır?	Evet
76	Yönetimde yeni göreve başlayanlar için oryantasyon ve eğitim programı düzenleniyor mu?	Evet
77	Şirketin menfaatlerini korumak için yöneticilerin görevden ayrılmaları durumunda şirketin rekabet ettiği başka bir şirkette belli bir süre çalışmayacağı ve bu hükme uyulmaması halinde uygulanacak yaptırımlar iş akitlerinde belirtilmiş midir?	Evet
Aşağıdaki Sorular İnternet Siteleri ve Faaliyet Raporları İncelenerek Doldurulmuştur		
78	Genel kuruldan önce oy kullanma prosedürü elektronik ortamda pay sahiplerinin bilgisine sunulmuş mu?	Evet
79	İnternet sitesinde, şirket ile ilgili raporlarda kalite standartları ile ilgili bilgi var mı?	Evet
80	Kamuya açıklanmış işe alma kriterleri , boş pozisyonların listesi var mı?	Evet
81	İnternet sitesinde iş başvuru formu var mı?	Evet
82	Kamuya açıklanmış etik kurallar var mı?	Evet
83	Kamuya açıklanmış etik kurallarda ; yönetim kurulu üyelerinin pay sahipleri aleyhine sonuç doğurabilecek baskılara boyun eğmeyecekleri ve maddi menfaat kabul etmeyecekleri , yönetim kurulu üyelerinin ve diğer çalışanların ticari sır niteliğindeki açıklayamayacakları hususları yer alıyor mu?	Evet
84	Şirketin internet sitesinde açıkça belirtilmiş sosyal sorumluluk projeleri var mı?	Evet
85	Faaliyet raporunda faaliyetlerle ilgili öngörülebilir risklere ilişkin detaylı açıklamaya yer veriliyor mu?	Evet
86	Faaliyet raporunda ; planlanan faaliyetlerin gerçekleşme derecesi; belirlenen stratejik hedefler karşısında şirketin durumu yer alıyor mu?	Evet

87	Faaliyet raporunda ; finansal duruma ve faaliyet sonuçlarına ilişkin yönetimin analiz ve değerlendirmesi yer alıyor mu?	Evet
88	Faaliyet raporunda satışlar , üretim vb faaliyetlerle ilgili istatistiki bilgiler ve grafikler yer alıyor mu?	Evet
89	Faaliyet raporunda satışlar, verimlilik, piyasa payı,gelir yaratma kapasitesi, karlılık , borç/özkaynak oranı vb ileriye dönük beklentiler yer alıyor mu?	Evet
90	Faaliyet raporunda finansal oranlar yer alıyor mu?	Evet
91	Faaliyet raporunda bağımsız yönetim kurulu üyelerinin bağımsızlık beyanları yer alıyor mu?	Evet
92	Faaliyet raporunda; YK üyelerine ve yöneticilere ödenen bireysel ücret, ikramiye, diğer menfaatler ve bunların belirlenmesindeki kriterler ile kurumsal yönetim komitesinin yaptığı performans değerlendirmesi, sermayedeki pay oran açıklanıyor mu?	Evet
93	Faaliyet raporunda; Genel kurulların fonksiyonu, pay sahiplerinin sahip olduğu haklar ve bu hakların kullanılmasına ilişkin esasların açıklandığı metinlere ulaşım bilgileri yer alıyor mu?	Evet
94	Şirketin internet sitesinde imtiyazlı paylar ile ilgili bilgiye ulaşılabilir mi?	Evet
95	Şirketin internet sitesinde izahname ve halka arz sirküleri yer alıyor mu?	Evet
96	Faaliyet raporunda iç kontrol sistemi ile bu sistemin sağlıklı olarak işleyip işlemediği hakkında yönetim kurulu beyanı var mı?	Evet
97	Yıllık faaliyet raporunda şirketin faaliyet konusu ile ilgili bilgiler yer alıyor mu?	Evet
98	Yıllık faaliyet raporunda şirketin sektördeki yeri ile ilgili bilgiler yer alıyor mu?	Evet
99	Şirketin yazılı bir kamuyu aydınlatma ve bilgilendirme politikası var mı?	Evet
100	Şirketin internet sitesinde hazırlanmış ürün cetveline ulaşılabilir mi?	Evet
101	Şirketin internet sitesinde ticaret sicil belgesine/bilgilerine ulaşılabilir mi?	Evet

Şirketin internet sitesinde son durum itibariyle ortaklık ve yönetim yapısına ulaşılabilir mi?	Evet
102	
103 İnternet sitesinde sıkça sorulan sorular bölümü yer alıyor mu?	Evet
104 İnternet sitesi ingilizce olarak da erişim sağlıyor mu?	Evet
105 Kamuya açıklanmış İçerden öğrenenlerin listesi var mı?	Evet
106 İnternet sitesinde özel durum açıklamaları ile ilgili bölüm var mı?	Evet
107 İnternet sitesinde genel kurul toplantı tutanakları var mı?	Evet
108 İnternet sitesinde vekalaten oy kullanma formu var mı?	Evet
Genel kurul toplantılarının ilanı internet sitesinde yer alıyor mu?(toplantı günü ve saati, tereddüt yaratmayacak şekilde toplantı yeri)	Evet
109	
110 Genel kurul toplantılarının gündemi internet sitesinde yer alıyor mu?	Evet
111 Faaliyet raporunda kar dağıtım politikasına yer veriliyor mu?	Evet
Faaliyet raporlarında yönetim kurulu üyelerinin eğitim düzeyi; mevcut görevi, son 5 yılda aldığı görevler ve ayrılma nedeni,şirket ile ilişkisinin niteliği ve düzeyi,daha önce yönetim kurulu üyelik tecrübesi hakkında bilgiler yer alıyor mu?	Evet
112	
Faaliyet raporlarında yönetim kurulu üyelerinin bağımsızlık durumu hakkında bilgiye yer veriliyor mu?	Evet
113	

Ek-2

Çalışmamızda Değerlendirilen Firmalar:

ADEL KALEMCİLİK TİCARET VE SANAYİ A.Ş.
AKIN TEKSTİL A.Ş.

AKSU İPLİK DOKUMA VE BOYA APRE FABRİKALARI T.A.Ş.

ALARKO CARRIER SANAYİ VE TİCARET A.Ş.

ALKİM ALKALİ KİMYA A.Ş.

ANEL TELEKOMÜNİKASYON ELEKTRONİK SİSTEMLERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.

ARÇELİK A.Ş.

AYGAZ A.Ş.

BATIÇİM BATI ANADOLU ÇİMENTO SANAYİİ A.Ş.

BATISÖKE SÖKE ÇİMENTO SANAYİİ T.A.Ş.

BİRLİK MENSUCAT TİCARET VE SANAYİ İŞLETMELERİ A.Ş.

BSH EV ALETLERİ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.

BURSA ÇİMENTO FABRİKASI A.Ş.

ÇELİK HALAT VE TEL SANAYİİ A.Ş.

ÇEMTAŞ ÇELİK MAKİNA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.

DARDANEL ÖNENTAŞ GIDA SANAYİ A.Ş.

DENİZLİ CAM SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.

DOĞAN GAZETECİLİK A.Ş.

DURAN-DOĞAN BASIM VE AMBALAJ SANAYİ A.Ş.

EDİP GAYRİMENKUL YATIRIM SANAYİ VE TİCARET A.Ş.

EGE SERAMİK SANAYİ VE TİCARET A.Ş.

EMİNİŞ AMBALAJ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.

ESEM SPOR GİYİM SAN. VE TİC. A.Ş.,

İZMİR DEMİR ÇELİK SANAYİ A.Ş.

KENT GIDA MADDELERİ SANAYİİ VE TİCARET A.Ş.

KONYA ÇİMENTO SANAYİİ A.Ş.

MAKİNA TAKIM ENDÜSTRİSİ A.Ş.

MEGES BOYA SAN. ve TİC. A.Ş.

MUTLU AKÜ VE MALZEMELERİ SANAYİİ A.Ş.

NUH ÇİMENTO SANAYİİ A.Ş.

OLMUKSA INTERNATIONAL PAPER SABANCI AMBALAJ SAN. VE TİC. A.Ş.

PINAR SU SANAYİ VE TİCARET A.Ş.

PINAR SÜT MAMULLERİ SANAYİİ A.Ş.

SÖNMEZ FİLAMENT SENTETİK İPLİK VE ELYAF SANAYİ A.Ş.

TAT KONSERVE SANAYİİ A.Ş.

TUKAŞ GIDA SANAYİ VE TİCARET A.Ş.

TURCAS PETROL A.Ş.

VAKKO TEKSTİL VE HAZIR GİYİM SANAYİ İŞLETMELERİ A.Ş.

VİKİNG KAĞIT VE SELÜLOZ A.Ş.

YATAŞ YATAK VE YORGAN SAN. TİC.A.Ş.