

**T.C.  
SAKARYA ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ**

**KURUMSAL YÖNETİM İLKELERİNE VE  
KURUMSAL YÖNETİM ENDEKSİNE TABİ OLMANIN  
İŞLETMENİN PİYASA DEĞERİNE ETKİLERİ**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**Ufuk BOLAT**

**Enstitü Anabilim Dalı: İşletme**

**Enstitü Bilim Dalı : Muhasebe ve Finansman**

**Tez Danışmanı: Prof. Dr. Erhan BİRGİLİ**

**HAZİRAN 2011**

T.C.  
SAKARYA ÜNİVERSİTESİ  
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

**KURUMSAL YÖNETİM İLKELERİNE VE  
KURUMSAL YÖNETİM ENDEKSİNE TABİ OLMANIN  
İŞLETMENİN PİYASA DEĞERİNE ETKİLERİ**

**YÜKSEK LİSANS TEZİ**

**Ufuk BOLAT**

**Enstitü Anabilim Dalı: İşletme**  
**Enstitü Bilim Dalı : Muhasebe ve Finansman**

**Bu tez 24/06/2011 tarihinde aşağıdaki jüri tarafından oybirliği ile kabul edilmiştir.**

**Prof. Dr. Erhan BİRGİLİ**  
**Jüri Başkanı**

- Kabul  
 Red  
 Düzeltme

**Doç. Dr. Habib YILDIZ**  
**Jüri Üyesi**

- Kabul  
 Red  
 Düzeltme

**Yrd. Doç. Dr. Fatih GÜMÜŞ**  
**Jüri Üyesi**

- Kabul  
 Red  
 Düzeltme

## **BEYAN**

Bu tezin yazılmasında bilimsel ahlak kurallarına uyulduğunu, başkalarının eserlerinden yararlanılması durumunda bilimsel normlara uygun olarak atıfta bulunulduğunu, kullanılan verilerde herhangi bir tahrifat yapılmadığını, tezin herhangi bir kısmının bu üniversite veya başka bir üniversitedeki başka bir tez çalışması olarak sunulmadığını beyan ederim.

UFUK BOLAT

12.05.2011

## ÖNSÖZ

Kurumsal yönetim ilkelerini uygulamanın ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası Kurumsal Yönetim Endeksine tabi olabilen firmaların piyasa değerleri üzerindeki etkisinin tespit edilmesi konusu üzerinde durulmaya değer bulunmuştur. Bu çalışmanın yapılmasında katkıları bulunan ve bu konuda yardımlarını ve desteklerini esirgemeyen başta Değerli Hocam Prof. Dr. Erhan Birgili olmak üzere tüm hocalarıma teşekkür etmeyi bir borç bilirim. Tez çalışmam sırasında beni yüreklendiren, destekleyen ve her anında yardımını esirgemeyen başta dostum Evangelos Tsirovasilis olmak üzere aileme ve arkadaşlarıma da teşekkürlerimi sunarım.

UFUK BOLAT

12.05.2011

## İÇİNDEKİLER

<b>KISALTMALAR</b> .....	<b>iii</b>
<b>TABLO LİSTESİ</b> .....	<b>iv</b>
<b>ŞEKİL LİSTESİ</b> .....	<b>v</b>
<b>ÖZET</b> .....	<b>vii</b>
<b>SUMMARY</b> .....	<b>viii</b>
<b>GİRİŞ</b> .....	<b>1</b>
<b>1. BÖLÜM: KURUMSAL YÖNETİM KAVRAMI VE KAPSAMI</b> .....	<b>3</b>
1.1. Kurumsal Yönetim Kavramı.....	3
1.2. Kurumsal Yönetim Anlayışının Tarihsel Gelişimi .....	6
1.2.1. Kurumsal Yönetimin Tarihsel Gelişimi.....	6
1.2.2. Kurumsal Yönetimin Teorileri.....	8
1.3. Kurumsal Yönetimin Amacı ve Kazanımları .....	15
1.3.1. Kurumsal Yönetimin Amacı .....	15
1.3.2. Kurumsal Yönetimin Önemi.....	17
1.3.3. Kurumsal Yönetimin Faydaları.....	22
1.4. Kurumsal Yönetim İlkeleri.....	26
1.4.1. Eşitlik (Adil Davranma) İlkesi .....	26
1.4.2. Şeffaflık İlkesi.....	27
1.4.3. Hesap Verilebilirlik İlkesi.....	29
1.4.4. Sorumluluk İlkesi .....	30
<b>2. BÖLÜM: DÜNYADA VE TÜRKİYE’DE KURUMSAL YÖNETİM</b> .....	<b>32</b>
2.1. Kurumsal Yönetim Mekanizmaları ve Sistemleri.....	32
2.1.1. Kurumsal Yönetim Mekanizmaları .....	32
2.1.2. Kurumsal Yönetim Sistemleri.....	38
2.2. Kurumsal Yönetim Alanında Yayınlanan Raporlar.....	47
2.2.1. Cadbury Raporu .....	47
2.2.2. Greenbury Raporu .....	49
2.2.3. Hampel Raporu .....	50
2.2.4. Birleşik Kod .....	52
2.2.5. OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri.....	53
2.2.6. Sarbanes-Oxley Yasası .....	54
2.3. Dünya Ülkelerinde Kurumsal Yönetim Uygulamaları .....	56
2.3.1. Amerika Birleşik Devletleri’nde Kurumsal Yönetim Uygulamaları.....	56
2.3.2. İngiltere’de Kurumsal Yönetim Uygulamaları .....	58
2.3.3. Fransa’da Kurumsal Yönetim Uygulamaları .....	59
2.3.4. Almanya’da Kurumsal Yönetim Uygulamaları .....	60

2.3.5. İtalya’da Kurumsal Yönetim Uygulamaları.....	61
2.3.6. İsviçre’de Kurumsal Yönetim Uygulamaları.....	63
2.3.7. Japonya’da Kurumsal Yönetim Uygulamaları.....	63
2.3.8. Güney Kore’de Kurumsal Yönetim Uygulamaları .....	65
2.3.9. Avustralya’da Kurumsal Yönetim Uygulamaları .....	65
2.3.10. Rusya’da Kurumsal Yönetim Uygulamaları.....	66
2.3.11. Kanada’da Kurumsal Yönetim Uygulamaları.....	67
2.3.12. Brezilya’da Kurumsal Yönetim Uygulamaları .....	68
2.3.13. Çin’de Kurumsal Yönetim Uygulamaları.....	69
2.3.14. Avrupa Birliği’nde Kurumsal Yönetim Uygulamaları.....	70
2.4. Türkiye’de Kurumsal Yönetim Uygulamaları.....	71
2.4.1. Uluslar arası Finansal Raporlama Standartları (UFRS).....	72
2.4.2. Bağımsız Denetim ve Danışmanlık Faaliyetlerinin Ayrılması .....	72
2.4.3. Denetim Firması Rotasyonu.....	73
2.4.4. Özel Durumların Kamuya Açıklanması .....	73
2.4.5. Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) .....	74
2.4.6. Birikimli Oy Sistemi.....	74
2.4.7. SPK Kurumsal Yönetim İlkelerinin Yayınlanması.....	75
2.4.8. Kurumsal Yönetim İlkeleri Uyum Raporu Zorunluluğu .....	75
2.4.9. Şirketlere İnternet Sitelerinde Yatırımcılara Yönelik Bilgilerin Açıklanması Tavsiyesi.....	76
2.4.10. Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği.....	76
2.4.11. Kurumsal Yönetim Endeksi .....	77

### **3. BÖLÜM: İMKB KURUMSAL YÖNETİM ENDEKSİNE TABİ OLMANIN PİYASA PERFORMANSI ÜZERİNDEKİ ETKİSİNİN ÖLÇÜLMESİNE YÖNELİK BİR UYGULAMA .....**

3.1. Uygulamanın Amacı .....	78
3.2. Veri Seti.....	78
3.3. Yöntem .....	79
3.4. Analiz ve Analiz Verilerinin Değerlendirmeleri .....	80
3.4.1. Kurumsal Yönetim Endeksine Tabi Olmuş İşletmeleri Bireysel Analiz.....	80
3.4.2. Kurumsal Yönetim Endeksine Tabi Olmuş İşletmeleri Grupsal Analiz ....	101
3.5. Bulguların Değerlendirilmesi .....	107

### **SONUÇ VE ÖNERİLER.....**

### **KAYNAKÇA.....**

### **ÖZGEÇMİŞ .....**

## KISALTMALAR

<b>AB</b>	: Avrupa Birliği
<b>ABD</b>	: Amerika Birleşik Devletleri
<b>ECGI</b>	: European Corporate Governance Institute
<b>IFC</b>	: International Finance Corporation
<b>İMKB</b>	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
<b>KAP</b>	: Kamuyu Aydınlatma Platformu
<b>OECD</b>	: Organization for Economic Cooperation and Development
<b>SPK</b>	: Sermaye Piyasası Kurulu
<b>TMSK</b>	: Türkiye Muhasebe Standartları Kurulu
<b>UFRS</b>	: Uluslararası Finansal Raporlama Standartları
<b>TKYD</b>	: Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği
<b>TÜBİTAK</b>	: Türkiye Bilimsel ve Teknolojik Araştırma Kurulu

## TABLO LİSTESİ

<b>Tablo 1:</b> Kurumsal Yönetim Mekanizmalarının Kaynak Açısından Sınıflandırılması .	33
<b>Tablo 2:</b> Kurumsal Yönetim Sistemleri ve Uygulandıkları Ülkeler .....	42
<b>Tablo 3:</b> Kurumsal Yönetim Unsurları ve Sistemleri Arasındaki İlişkiler.....	44



## ŞEKİL LİSTESİ

<b>Şekil 1:</b> Kurumsal Yönetimin Makro-Ekonomik Etkileri .....	25
<b>Şekil 2:</b> DYHOL – İMKB Ortalaması Haftalık Hisse Senedi Performans Karşılaştırması .....	80
<b>Şekil 3:</b> DYHOL – İMKB Ortalaması Aylık Hisse Senedi Performans Karşılaştırması .....	81
<b>Şekil 4:</b> VESTL – İMKB Ortalaması Haftalık Hisse Senedi Performans Karşılaştırması .....	82
<b>Şekil 5:</b> VESTL – İMKB Ortalaması Aylık Hisse Senedi Performans Karşılaştırması .....	83
<b>Şekil 6:</b> YGYO – İMKB Ortalaması Haftalık Hisse Senedi Performans Karşılaştırması .....	84
<b>Şekil 7:</b> YGYO – İMKB Ortalaması Aylık Hisse Senedi Performans Karşılaştırması .....	84
<b>Şekil 8:</b> TOASO – İMKB Ortalaması Haftalık Hisse Senedi Performans Karşılaştırması .....	85
<b>Şekil 9:</b> TOASO – İMKB Ortalaması Aylık Hisse Senedi Performans Karşılaştırması .....	86
<b>Şekil 10:</b> TTRAK – İMKB Ortalaması Haftalık Hisse Senedi Performans Karşılaştırması .....	87
<b>Şekil 11:</b> TTRAK – İMKB Ortalaması Aylık Hisse Senedi Performans Karşılaştırması .....	87
<b>Şekil 12:</b> HURGZ – İMKB Ortalaması Haftalık Hisse Senedi Performans Karşılaştırması .....	88
<b>Şekil 13:</b> HURGZ – İMKB Ortalaması Aylık Hisse Senedi Performans Karşılaştırması .....	89
<b>Şekil 14:</b> TUPRS – İMKB Ortalaması Haftalık Hisse Senedi Performans Karşılaştırması .....	90
<b>Şekil 15:</b> TUPRS – İMKB Ortalaması Aylık Hisse Senedi Performans Karşılaştırması .....	90
<b>Şekil 16:</b> ASYAB – İMKB Ortalaması Haftalık Hisse Senedi Performans Karşılaştırması .....	91
<b>Şekil 17:</b> ASYAB – İMKB Ortalaması Aylık Hisse Senedi Performans Karşılaştırması .....	92
<b>Şekil 18:</b> OTKAR – İMKB Ortalaması Haftalık Hisse Senedi Performans Karşılaştırması .....	93
<b>Şekil 19:</b> OTKAR – İMKB Ortalaması Aylık Hisse Senedi Performans Karşılaştırması .....	93
<b>Şekil 20:</b> SKBNK – İMKB Ortalaması Haftalık Hisse Senedi Performans Karşılaştırması .....	94
<b>Şekil 21:</b> SKBNK – İMKB Ortalaması Aylık Hisse Senedi Performans Karşılaştırması .....	95
<b>Şekil 22:</b> DENTA – İMKB Ortalaması Haftalık Hisse Senedi Performans Karşılaştırması .....	96
<b>Şekil 23:</b> DENTA – İMKB Ortalaması Aylık Hisse Senedi Performans Karşılaştırması .....	96
<b>Şekil 24:</b> AEFES – İMKB Ortalaması Haftalık Hisse Senedi Performans Karşılaştırması .....	97

<b>Şekil 25:</b> AEFES – İMKB Ortalaması Aylık Hisse Senedi Performans Karşılaştırması	98
<b>Şekil 26:</b> YKBNK – İMKB Ortalaması Haftalık Hisse Senedi Performans Karşılaştırması	99
<b>Şekil 27:</b> YKBNK – İMKB Ortalaması Aylık Hisse Senedi Performans Karşılaştırması	99
<b>Şekil 28:</b> VKFYT – İMKB Ortalaması Haftalık Hisse Senedi Performans Karşılaştırması	100
<b>Şekil 29:</b> VKFYT – İMKB Ortalaması Aylık Hisse Senedi Performans Karşılaştırması	101
<b>Şekil 30:</b> İMKB 30'daki Kurumsal İşletmeler - İMKB Ortalaması Aylık Hisse Senedi Performans Karşılaştırması	102
<b>Şekil 31:</b> İMKB 50'deki Kurumsal İşletmeler - İMKB Ortalaması Aylık Hisse Senedi Performans Karşılaştırması	103
<b>Şekil 32:</b> İMKB 100'deki Kurumsal İşletmeler - İMKB Ortalaması Aylık Hisse Senedi Performans Karşılaştırması	105
<b>Şekil 33:</b> Diğer Kurumsal İşletmeler - İMKB Ortalaması Aylık Hisse Senedi Performans Karşılaştırması	106

<b>Tezin Başlığı:</b> Kurumsal Yönetim İlkelerine ve Kurumsal Yönetim Endeksine Tabi Olmanın İşletmenin Piyasa Değerine Etkileri	
<b>Tezin Yazarı:</b> Ufuk Bolat	<b>Danışman:</b> Prof. Dr. Erhan Birgili
<b>Kabul Tarihi:</b>	<b>Sayfa Sayısı:</b> viii (Ön Kısım) + 120 (Tez)
<b>Anabilim Dalı:</b> İşletme	<b>Bilim Dalı:</b> Muhasebe ve Finansman
<p>Kurumsal yönetim uygulamalarının ve kurumsal yönetim endeksine tabi olmanın, işletmelerin piyasa değeri üzerindeki etkisinin incelendiği bu çalışma üç bölümden oluşmaktadır. Türkiye, son zamanlardaki küresel ekonomik gelişmelerle birlikte yabancı yatırımcıların ilgisini arttırmış ve ülkeye yabancı sermayenin girişini hızlandırmıştır. Bu gelişmeler göz önünde bulundurularak, bu tezin amacı, Türkiye’de faaliyet gösteren kurumsal yönetim endeksine girebilmiş şirketlerin, piyasa değerinin nasıl etkilendiğinin ölçülmesidir.</p> <p>Literatürde kurumsal yönetim ile şirketin piyasa performansı ilişkisinin ölçülmesi konusunda çeşitli tartışmalar olsa da, şirketin piyasa performansını etkileyen kurumsal yönetim uygulamalarının ülkelere göre değişiklik gösterdiği düşünülmektedir. Bu tartışmaları daha ileriye götürebilmek amacıyla hazırlanmış bu tezin uygulama bölümü, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) Kurumsal Yönetim Endeksine tabi olabilmiş şirketlerin piyasa değerini, İMKB endeksine göre ölçümlemektir. Bu ölçümlerden ortaya çıkan sonuçlarla bu uygulama, hem işletmelerin bireysel analizini kapsayıp hem de bu işletmelerin inceleme yapılan dönem itibariyle İMKB’nin piyasa değeri ve likidite oranına göre yer aldıkları büyük şirket grupları olan İMKB 30, İMKB 50 ve İMKB 100 endekslerine göre sınıflandırılmış, grupsal analizleri kapsamaktadır.</p> <p>Bu tezin sonucunda, İMKB Kurumsal Yönetim Endeksinde yer alan şirketlerin bireysel olarak piyasa değeri İMKB endeksine göre daha çok artmıştır sonucu tam olarak çıkmamaktadır. Uygulamadaki, piyasa değeri ve likidite oranına göre gruplandırmalarda da sadece İMKB 30 endeksindeki işletmelerin İMKB ortalamasına göre daha iyi getiri oranı sergiledikleri gözlemlenmiştir. Diğer gruplandırmaların daha iyi getiri oranı sergiledikleri söylenemese de, İMKB ortalamasından daha iyi performans sergileyen işletmeler de bulunmaktadır. Kurumsal yönetim alanında, Türkiye’de gereken olgunlaşma süresinin tamamlanmadığı düşünülürse, bu araştırmanın sonucunun böyle çıkması beklenebilir. İMKB 30 Endeksi dışındaki grupların tam olarak iyi performans sergileyememesinin nedeni de bu olgunlaşma sürecinin tamamlanmamış olmasından kaynaklandığı düşünülmektedir.</p>	
<b>Anahtar Kelimeler:</b> Kurumsal Yönetim, Piyasa Değeri, Türkiye	

**Sakarya University Institute of Social Sciences    Abstract of Master's Thesis**

<b>Title of the Thesis:</b> Corporate governance practices, corporate governance index dependency and the impact of enterprises on market value	
<b>Author:</b> Ufuk Bolat	<b>Supervisor:</b> Prof. Dr. Erhan Birgili
<b>Date:</b>	<b>Nu. of pages:</b> viii (pretext) + 120 (main body)
<b>Department:</b> Business	<b>Subfield:</b> Accounting & Finance
<p>The study consists of three chapters, concerning corporate governance practices, corporate governance index dependency and the impact of enterprises on market value. With recent global economic developments, Turkey attracted the attention of foreign investors and has accelerated the entry of foreign capitals into the country. The purpose of this paper is to measure how the market value of some corporate governance indexed enterprises in Turkey is affected, taking into account the recent developments.</p> <p>Although there are several discussions in literature about measuring the relation between corporate governance and the market performance of the enterprise, corporate governance practices are thought to be variable from country to country. The application part of this thesis, which is about to further these discussions, comprises the measurements of the market value of the enterprises, dependent on Istanbul Stock Exchange (IMKB) Corporate Governance Index. In accordance with the results of these measurements, this application includes both individual analysis of the enterprises and the group analyses classified according to IMKB 30, IMKB 50 and IMKB 100 indexes; that is to say huge enterprise groups defined correspondingly to IMKB market value and liquidity rates of the period.</p> <p>This thesis did not exactly conclude that individual market values of the enterprises indexed in IMKB Corporate Governance increased more. In fact, it was only among the enterprises in IMKB 30 index that showed better profit rates, both in the groupings according to market value and liquidity rate. Although it cannot be inferred that other groupings showed better profit rates, there are some which performed better when compared to IMKB means. As the Corporate Governance is still an immature field in Turkey, this conclusion is natural. The reason why the groupings, other than IMKB 30 index, could not perform well is due to the immaturity of the field in the country.</p>	
<b>Key words:</b> Corporate Governance, Market Value, Turkey	

## GİRİŞ

Günlük hayatı ve iş hayatını etkileyen teknolojik gelişmelerle birlikte, küreselleşen dünyada gelişmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasındaki fiziki sınırın kalkmaya başlaması ile küçülen dünyada sermaye hareketleri de artmaya başlamıştır. Sermayeye ihtiyaç duyan işletmeler, ülke içerisinde yeterince kaynak bulamadığında ya da maliyeti daha düşük kaynaklar bulmak amacıyla ülke dışındaki sermayelere de yönelim göstermişlerdir. Kurumsal yönetim uygulamalarının ve bu bağlamda sermaye sağlayıcıların haklarının da hangi ölçülerde korunduğu, iç ve dış sermayeyi çekme başarısını belirleyecektir. Makro açıdan bakıldığında ise ülkenin kurumsal yönetim uygulamalarının, o ülkenin yasalarında ne ölçüde olduğu ve uygulandığı, yatırımcıların bir ölçüde risk primini belirleyecektir. Kurumsal yönetim uygulamalarının iyi uygulandığı ülkelerde yatırımcının risk primi düşük seviyede olurken, iyi uygulanmadığı ülkelerde ise yatırımcının risk primi daha yüksek olacaktır. Bu durum da ülkedeki faaliyet gösteren işletmelerin rekabet edebilirliğini azaltacaktır. Sermayenin maliyetinin artmasıyla beraber ülkedeki sermaye piyasası işlemleri de azalacaktır. Tüm bu sebeplerden dolayı, kurumsal yönetim uygulamaları gerek mikro açıdan, gerek makro açıdan son derece önem arz etmektedir.

Çalışmada kurumsal yönetim ilkelerini uygulayan şirketlerin, kurumsal yönetimde daha başarılı olduklarında değişen piyasa değeri ölçülmeye çalışılmıştır. Bu çalışma üç bölümden oluşmaktadır.

Çalışmanın birinci bölümünde, kurumsal yönetim kavramına, tarihsel gelişimine, çeşitli teorilerine, kurumsal yönetimin çeşitli amaçlarına ve avantajlarına değinilmiştir. Bu bölümün sonunda ise kurumsal yönetimin ana ilkeleri olan; eşitlik, şeffaflık, hesap verilebilirlik ve sorumluluk ilkeleri incelenmiştir.

Çalışmanın ikinci bölümünde, dünyada ve Türkiye’de kurumsal yönetim başlığı altında, kurumsal yönetimin mekanizma ve sistemleri, kurumsal yönetim alanında yayınlanan raporlar, dünya ülkelerinde kurumsal yönetim uygulamaları ve Türkiye’de kurumsal yönetim konuları ayrı incelenmiştir.

Çalışmanın üçüncü ve son bölümünde inceleme yapılabilen tarih alanı itibariyle Kurumsal Yönetim Endeksine tabi olan 14 halka açık şirket ve İMKB endeksi, 2007

yılının ilk işlem günü ve 2009 yılının son işlem günü arasındaki haftalık ve aylık periyotlarla kapanış rakamları ayrı şekilde incelenmiştir. İMKB’de işlem gören bu şirketlerin haftalık ve aylık kapanış fiyatları üzerinden yapılan araştırmada kurumsal yönetim ilkelerini uyguladıktan sonraki piyasa değeri artışları bir grafik üzerinde ele alınmış olup bu grafikler İMKB endeksi ile karşılaştırılarak analiz edilip kurumsal yönetimin etkisi saptanmış olacaktır.

# 1. BÖLÜM: KURUMSAL YÖNETİM KAVRAMI VE KAPSAMI

Bu bölümde kurumsal yönetimin ne olduğuna, kurumsal yönetim anlayışının nasıl doğduğuna ve günümüze kadar olan süreçteki gelişimine, kurumsal yönetim anlayışının önemine ve kurumsal yönetim ilkelerinin ayrıntısına değinilecektir.

## 1.1. Kurumsal Yönetim Kavramı

Kurumsal yönetim, 1980 sonları ve 1990'lı yıllarda yaygınlığını artıran bir kavramdır. Türkiye'de ise kurumsal yönetim kavramı 2001 yılındaki krizden sonra önem kazanmaya başlamıştır. İngilizce literatürde "Corporate Governance" olarak ifade edilen kavramın anlamı incelendiğinde, "governance" kelimesinin kökeninin, Latince "gubernare" olan ve "hükmetmek" veya "yön vermek" anlamına gelen kelimeye dayanmakta olduğu söylenebilir. Diğer bir taraftan ise, kelimenin kökeni, "yön verme", "yönetme" anlamına gelen Yunanca "Κυβερνησις" sözcüğünde de bulunabilir (Gregory 2002:2). Türk literatüründe özellikle "kurumsal yönetişim" başta olmak üzere, "kurumsal egemenlik", "şirket yönetişimi", "yönetişim", hatta "işletmenin üst yönetiminin yönetimi" denilebilmektedir. Ancak son dönemlerde Sermaye Piyasası Kurulu ve Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği başta olmak üzere bir çok kamu kuruluşu "kurumsal yönetim" dediğinden, Türk literatürüne "kurumsal yönetim" olarak geçtiği gözlemlenir.

Kurumsal yönetim, anonim ortaklıkların idaresinde ve faaliyetlerinde kar elde etme ve pay sahiplerine dağıtma ana unsuru ve amacını taşıyan geleneksel yapılarının yanında, gerek hissedarların gerekse yöneticilerin çıkarlarını gözeten, aynı zamanda diğer çıkar sahiplerinin haklarının - ortaklık çalışanları, müşteriler, alacaklılar, fon sağlayanlar ve devlet - da önemsendiği bir anlayıştır ( Millstein ve diğ. 1998:27).

Dünya üzerinde pek çok farklı kurum ve konunun uzmanı, söz konusu kavrama yönelik çok sayıda farklı tanımlamalar geliştirmişlerdir. Bu farklılıkların temel nedenini, kurumsal yönetim kavramının başta hissedarlar, yönetim kurulu üyeleri, yöneticiler ve çalışanlar olmak üzere potansiyel yatırımcılar ve derecelendirme kuruluşları gibi çok fazla sayıda çıkar grubunu (stakeholders) dolaylı ya da dolaysız olarak ilgilendirmesi olarak açıklamak mümkündür (Öztürk ve Demirgüneş, 2005:119).

Kurumsal yönetim kavramını elde edilen fayda kapsamında ele alan bir diğer tanımlamaya göre, kurumsal yönetimi; genellikle kendi menfaatlerini ön planda tutan firma yöneticilerinin, bu tür yaklaşımlardan kaçınarak, firmanın sahipleri, yani hissedarlar için firma değerini maksimize edecek kararlar almaya sevk eden hem kurumsal, hem de piyasa temelli mekanizmalar kümesidir (Dennis ve McConell, 2003: 1).

Dar bir perspektiften bakıldığında, kurumsal yönetimi sadece yönetim kurulunun, üst düzey yöneticilerin ve hissedarların rollerini ve yürütmüş (ve yürütmekte) oldukları faaliyetleri açıklayan düzenlemeler bütünü olarak ele almak mümkündür. Bu bağlamda, kurumsal yönetim firmaların yönetildiği ve kontrol edildiği bir süreç olup, firmanın faaliyetlerinin yönetilmesi, kontrol altında tutulması ve yönlendirilmesi gibi çok sayıda işlevi içine almaktadır (Australian National Audit Office Better Practice Guide, 1999). Bahsi geçen kurumsal yönetim süreci, firmanın amaçları doğrultusunda hedefe ne şekilde ulaşılacağıyla ve performansın ne şekilde optimize edileceğiyle ilgilenmektedir (Australian Stock Exchange (ASX) Corporate Governance Council, 2003).

Kurumsal yönetim bir kurumda amaca ulaşmak için oluşturulan yönetim düzenlemesidir. Başka bir anlamda ise bir kurumun beşeri ve finansal sermayeyi çekmesine, etkili çalışmasına ve böylece ait olduğu toplumun değerlerine saygı göstererek, uzun dönemde hissedarlara ekonomik değer yaratmasına olanak sağlayan her türlü kanun, yönetmelik, kural ve uygulamaları anlatır. Birçok şekilde tanımlanabilecek kurumsal yönetim (corporate governance), en geniş anlamda modern yasadaki insanların bir amaca ulaşmak için oluşturduğu herhangi bir kurumun yönetiminin düzenlenmesidir. Daha dar anlamda ise, bir kurumun beşeri ve mali sermayeyi çekmesine, etkin çalışmasına ve böylece ait olduğu toplumun değerlerine saygı gösterirken uzun dönemde ortaklarına ekonomik değer yaratmasına imkân tanıyan her türlü kanun, yönetmelik, kod ve uygulamaları ifade etmektedir (TÜSİAD, 2002:9).

Kurumsal yönetim kavramını en geniş anlamda, iyi şirket yönetimi için gerekli formel ve informel kurallar bütünü olarak ele almak mümkündür. Daha kısa ve öz bir tanım yapmak gerekirse; kurumsal yönetim “iyi şirket yönetimi” (good corporate governance) demektir. İyi şirket yönetimi için, sadece şirket üst yönetiminin ve yönetim kurulunun görev ve sorumluluklarını ve aynı zamanda şirket içi ve şirket dışı menfaat sahiplerinin



haklarını önceden belirlemek ve bunları yasal çerçeve içerisine almak son derece önemli ve gerekli olmakla beraber yeterli değildir. İyi şirket yönetimi için bunların ötesinde değişim yönetimi, stratejik yönetim, sinerjik yönetim, toplam kalite yönetimi, insan kaynakları yönetimi vs. yönetim ilkelerinin ve yönetim tekniklerinin etkin biçimde şirkette uygulanması gereklidir (Aktan, 2005:4).

Şirketin üst yönetiminin yönetilmesi şeklinde de ifade edilebilen kurumsal yönetim ise, işletmelerin stratejik yönetimi ve yönlendirilmesi ile görevli ve sorumlu üst yönetimin bu görev ve sorumluluklarını yerine getirirken, işletme üzerinde kendilerini belirli nedenlerle hak sahibi gören pay sahipleri, çalışanları, tedarikçi müşteri ve diğer toplumsal kurumlarla olan ilişkileri kapsamaktadır. Üst yönetimin işletmenin hak sahiplerinin çıkarları ve amaçları dahilinde yapılıp yapılmadığının, hazırlanan stratejilerin bu misyon ile örtüşüp örtüşmediğinin, uygulamaların doğru yönde yapılıp yapılmadığının izlenmesi ve kontrol edilmesi, kurumsal yönetim kavramının konusu içinde yer almaktadır (Ülgen ve Mirze, 2004;422).

Kurumsal yönetim, anonim ortaklıkların yönetilmesinde, kar dağıtım amacını taşıyan geleneksel yapıların yanında, hissedarlar dâhil tüm çıkar gruplarının haklarının korunmasının ve bu çerçevede söz konusu çıkar grupları arasındaki ilişkilerin kurallarının düzenlenmesini hedefleyen bir kavram olarak tanımlanmaktadır (Şehirli, 1999:8)

Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD) Kurumsal Yönetim Komitesi'ne göre kurumsal yönetim tanımı, geniş anlamda, şirketlerin yönlendirildiği ve kontrol edildiği sistem olarak tanımlanabilir ve esasen şirket yönetimi, yönetim kurulu, hissedarları ve diğer çıkar grupları arasındaki ilişkiler serisini içerir. Kurumsal yönetim, şirketlerin amaç ve hedeflerinin saptandığı ve bunlara erişebilmek için performansı izleme araçlarının belirlendiği yapıyı ortaya koyar (OECD, 1998:2).

Dünya Bankası'nın tanımına göre, kurumsal yönetim, şirketin mali ve beşeri sermaye çekmesine, verimli faaliyette bulunmasına ve böylece bir bütün olarak çıkar sahiplerinin ve toplumun çıkarlarına saygı duyarken pay sahipleri için uzun dönemli ekonomik değer yaratmak suretiyle şirketin kalıcı olmasına imkan sağlayan kanun, yönetmelik ve uygun ihtiyari özel sektör uygulamalarının bütünüdür (Döner, 2004:4).

## **1.2. Kurumsal Yönetim Anlayışının Tarihsel Gelişimi**

Bu bölümde kurumsal yönetim anlayışının doğuşuna, teorik gelişimine ve teorik gelişiminde var olan başlıca teorilere değinilecektir.

### **1.2.1. Kurumsal Yönetimin Tarihsel Gelişimi**

Kurumsal yönetim kavramı ilk kez Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD) tarafından kullanılmış ve ilk ve öncü çalışmalar bu örgüt tarafından geliştirilmişse de konunun bilimsel temelleri daha önce çeşitli bilimsel çalışmalara konu olmuştur. Örneğin, Adolf Berle ve Gardiner Means'nin 1932 yılında yayınladığı Modern Şirket ve Özel Mülkiyet (The Modern Corporation and Private Property) başlığını taşıyan kitaplarında şirketlerde mülkiyet (sahiplik) ile kontrol (denetim) fonksiyonlarının aynı elde bulunmasının tehlikelerine dikkat çekilmiş ve bu iki fonksiyonun birbirinden ayrılmasının gereği üzerinde durulmuştur (Clarke, 2004:2).

Kurumsal yönetime yönelik ilgi öncelikle ABD'de 1930'ların Büyük Buhran'ından hemen sonra artmaya başlamıştır. Başlangıçta kurumsal yönetimde öncelikli konu içerden öğrenenler ticaretini önleyen, hissedarları koruyan hisse senetleri borsalarda işlem gören şirketlerin ileri düzeyde bilgi açıklamalarıdır (Hansmann, Kraakman 2000,2).

Kurumsal yönetime ilginin artmasından hemen sonrasında, ABD kurumsal yönetim sistemi şirket skandallarıyla gündeme gelen ve SEC(ABD Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu), hükümet ve özerk kurumların daha sıkı düzenlemelerini 20.yüzyıl boyunca yoğun gündemli bir evrim geçirmiştir. 1950'lerdeki yöneticiye yönelik ABD modeli, Almanya'nın birlikte karar vermeyi esas alan çalışanlara yönelik modeli ile Fransa'da ve Asya ülkesinde uygulanan devlete yönelik modelde olduğu gibi şirket varlığının korunması ve artırılmasına ilişkin modellerin başarısızlığı, uluslararası piyasalarda hissedarlara yönelik modeli gündemin başına oturtmuştur (Gürbüz ve Ergincan, 2004:16)

Kurumsal yönetim" kavramı, ilk olarak ABD'de ele alınmış, oradan İngiltere'ye geçmiş ve özellikle 1990'larda kıta Avrupa'sında ve tüm dünyada, özellikle Asya'da önemli bir tartışma konusu olarak gündeme gelmiştir. Kurumsal yönetim, sadece "terim" olarak değil "olgu" olarak da ilk kez ABD'de ve daha sonra İngiltere'de ortaya çıkmış ve hem

teorik bazda hem de uygulama açısından önemli bir araştırma haline gelmiştir. Gerçekten de Amerikan ve İngiliz sermaye piyasalarında özellikle son yirmi yıl içinde oldukça etkili bir hale gelen ve “kurumsal yönetim” gibi yeni bir olgu olan “kurumsal yatırımcıların (institutional investors)” artan önemi, ”kurumsal yönetim” kavramının doğmasında ve gelişmesinde önemli bir rol oynamıştır. Bu ülkelerdeki sermaye piyasalarında kurumsal yatırımcıların hâkim durumda bulunmaları ve bunların, müşterilerinin yatırımlarının değerini ve dolayısıyla kendi karlılık oranlarını artırabilmek için pay sahibi olarak daha fazla hakka sahip olma ve bütün haklarını kullanma istekleri, pay sahiplerinin bir şekilde yönetimi etkileyebilmeleri, bir başka deyişle yönetime katılabilmeleri ve böylece hak ve menfaatlerini mümkün olan en üst düzeyde gözetmeleri “kurumsal yönetim” kavramının ortaya çıkmasını adeta tetiklemiştir (Paslı, 2004:13)

Kurumsal yönetim konularının Avrupa, ABD (Amerika Birleşik Devletleri) ve Japonya’da 19. yüzyıldan bu yana yaygın biçimde kullanıldığına işaret eden bazı çalışmaların varlığına karşın, kurumsal yönetim terimi yaygın biçimde 1980’lerde kullanılmaya başlanmıştır. 1990’larda, kurumsal yönetim, bireysel ve kurumsal yatırımcılar, hissedarlar, yöneticiler ve finansal piyasalar ile finansla ilgili herkesin gündeminin başına yerleşmiştir. Almanya’nın ve Japonya’nın ekonomileri 20’nci yüzyılın son çeyreğinde hızlı büyümeden durgunluğa geçince, ABD’nin ekonomik performansı kurumsal yönetim düzeyinin yüksekliğine kanıt olarak gösterilmiştir (Gürbüz ve Ergincan, 2004:5).

1992 yılında, Adrian Cadbury başkanlığında oluşturulan bir komite tarafından yayınlanan “Kurumsal Yönetimin Finansal Yönleri” başlıklı raporda, kurumsal yönetimin riskleri ve hataları, şirket kurullarının ve muhasebe sisteminin yeniden düzenlenmesi hakkında öneriler vermiştir. Rapordaki öneriler kısmen Avrupa Birliği, ABD, Dünya Bankası ve bazı ulusal ve uluslar arası kuruluşlar tarafından kabul edildi.

Kurumsal yönetim kavramı, şirketlerin şeffaflık, adil olma, hesap verebilirlik ve sorumluluk ilkeleri çerçevesinde faaliyet gösterebilmelerini sağlamaya yönelik ve özellikle ABD’de yaşanan şirket skandalları sonrasında tüm dünyada gündeme gelen bir kavramdır. Yakın tarihlerde yaşanan Enron, WorldCom, Global Crossing, Tyco vb. şirket skandalları bilindiği gibi söz konusu şirketlerin paydaşları başta olmak üzere

bütün ilgili taraflarını büyük zararlara uğratmış ve finans piyasalarını sarsarak tedirgin etmiştir. Dünyada yakın geçmişte yaşanan krizlerden hemen sonra ABD’de yaşanan bu olaylar 2002 yılında Sarbanes-Oxley yasasının çıkması ile sonuçlanmıştır. Bu yasa, ana ilkeleriyle denetim konularını kapsamakla birlikte, yasada kurumsal yönetim kurallarına da yer verilmiştir. Avrupa Birliği de yetkili ağızlardan Sarbanes-Oxley yasasının getirdiği kurumsal yönetim, denetim ve muhasebe standartlarını sürekli desteklediğini vurgulamıştır (Horne ve diğ. 2005:7).

Bu bilgilerden anlaşılacağı üzere kurumsal yönetimin son yıllarda teoride ve uygulamada öneminin artmasına neden olan faktörler başlıca şunlardır:

- Finansal krizler
- İşletmelerin iyi yönetilememesi sonucu olan iflaslar
- Yatırımcıların yükselen rolü ve beklentileri
- Küreselleşme ile birlikte gelen rekabet

## **1.2.2. Kurumsal Yönetimin Teorileri**

### **1.2.2.1. Mülkiyet ve Kontrol**

Mülkiyet-kontrol ayrımı olarak da adı geçen mülkiyet düşünceleri kurumsal yönetim düşüncesinin ilk düşünce basamağını oluşturmaktadır.

Mülkiyet-kontrol ayrımı, şirketin yönetiminin şirketin hisselerine sahip olan, dolayısıyla ekonomik anlamda şirketin sahibi durumunda bulunan ve şirket kârının da sahibi olan hissedarların elinden çıkması ve bu hususta yönetim kurulu üyelerine, murahhaslara ve hatta ortaklığın yönetiminde görev yapan diğer üst düzey elemanlara yetki verilmesini ifade eder (Paslı, 2005:30).

Mülkiyet teorilerinin fazlaca uygulandığı firmalarda firma sahiplerinin ve yöneticilerinin alacakları sorumlulukların hukuki çerçevesi kesin olarak belirtilmemiştir. Firma öncelikle firma sahiplerinin kararları doğrultusunda yönetilmekte, yöneticiler ise, geri planda kalmaktadır. Ayrıca, yöneticiler yalnızca firma sahiplerine hesap vermekte; buna karşın firma sahiplerinin herhangi bir hesap verme yükümlülükleri bulunmamaktadır (Aktan, 2006:9).

Berle ve Means tarafından ifade edilen şirketlerde ortaklık ve yöneticiliğin bir birinden ayrılması olgusu, kurumsal yönetimin hitap ettiği en temel sorunun kökenini oluşturmaktadır. Bu temel çatışma kategorisinde hissedarlar şirketi kontrol eden profesyonel yöneticilerin şirket değerini kendilerine aktarmaları şeklindeki sömürüsü ile karşı karşıyadırlar (Kula, 2006:23).

#### **1.2.2.2. Vekâlet Teorisi**

Vekâlet teorisinin (Agency theory) temelleri, Alchian ve Demsets'in 1972'de ve Jensen ve Meckling'in 1976'da yayımladıkları makalelere dayanmaktadır. 1960'lı ve 70'li yıllarda iktisatçılar, kişiler ve gruplar arasındaki risk paylaşımını araştırmaktaydılar (Clarke, 2004:79)

Vekâlet teorisi, amaçları ve çıkarları farklı iki kişinin (tarafın) bir biri ile yardımlaşmak durumunda ortaya çıkan sorunları inceleyen bir yaklaşımdır (Koçel, 1998:257). Vekâlet teorisinin temelinde yönetimin kârla ilgili tercihlere verdiği ağırlığın yönetimin sahiplik payının bir fonksiyonu olduğu tartışılmaktadır. Daha sonraki araştırmalar, büyük paya sahip dış ortakların, yasal koruma ve kredi verenlerin gözlemleri ile birlikte kârı en üst düzeye çıkarmayı sağlamaya yönelik bir güç olduğunu ortaya koymuştur (Thomsen, 2004:33).

Mülkiyet- kontrol ayrımı ve birtakım yönetsel dönüşümlerden sonra, bazı anlaşmazlıklar ve çıkar sorunları yine mevcudiyetini korumaktaydı. Ancak, bu dönemde İkinci Dünya Savaşının ortaya çıkması ve batı ekonomilerini de etkisi altına alması, diğer taraftan uluslararası ticaretin artması ve uluslararası şirketlerin (multinational corporations) kontrol edilemez büyüme hızları, bu konuların müzakere edilmesine uzunca bir ara verilmesine sebep olmuştu. Bu arada, neo-klasik iktisatçılar pazar değişikliğini temel alan kaynak tahsisi (theory of resource allocation) teorisinin geliştirmeye çalışmaktaydılar ve ekonominin verimlilik alanının analizleri ihmal edilmekteydi (Clarke, 2004:4).

Vekâlet veren belirli sonuçlara ulaşabilmek için vekilin yardımına ihtiyaç duymaktadır ve vekil de bu sonuçlara ulaşmak için gerekli olan faaliyetleri gerçekleştirmektedir. İşletmelerde sahiplik ve yöneticiliğin ayrılması ve yönetimin profesyonel yöneticilere geçmeye başlaması ile birlikte işletmenin performansının kim tarafından, nasıl ve

nereye kadar kontrol edileceği önemli bir sorun olarak belirlemiştir. Amaca ulaştıracak işler konusunda vekil daha fazla bilgiye sahiptir. Vekâlet veren, çeşitli teşvik kontrol önlemleri ile vekilin amaçları doğrultusunda çalışmasını denetlemek isteyecektir. Bu sorunun nasıl çözümleneceği vekâlet yaklaşımının uğraştığı konular arasındadır. Vekalet yaklaşımı aşağıdaki sorulara cevap bulmaya çalışmaktadır (Koçel, 2001:289)

- Arzu ve çıkarları farklı ve çıkar çatışması içinde olan tarafların birbirini nasıl kontrol edeceği,
- Taraflar arasındaki bilgi akışının nasıl düzenleneceği,
- Taraflar arasında en etkin ilişkinin hangi yolla sağlanabileceği.

Vekâlet teorisinde, yapılan kontrata uygun olarak işletme sahibi ile yönetici arasında bir kontrol ilişkisi söz konusudur. Bu yönüyle, vekalet teorisi uygulamalarında hem sahiplerin menfaatlerini korumak hem de vekillik maliyetlerini azaltmak için vekil-işveren ilişkisine paralel olarak ücret planlaması ve kademeli yönetim yapıları gibi çeşitli mekanizmalar geliştirilmiştir (Schoorman ve diğ., 1997:23). Buna göre, ilk mekanizma, eğer vekil konumundaki yönetici, sahibinin beklediği örgütsel amaçları başarıyla gerçekleştirebiliyorsa karşılığında belli bir ücret kazanabilmelerinin söz konusu olmasıdır. Bunun sonucu, mülkiyet sahibinin beklentilerini gerçekleştiren ve onunla uyumlu bir yönetsel ilişki sergileyen yöneticiler motive olmaktadır. Bunun yanında, vekil, teşvik planları sayesinde önemli bilgi avantajlarına, örgütsel işleyişi sürdürmeye ve düzenliliğini korumaya daha istekli olmaktadır. İkinci mekanizma ise, işletme ya da mülkiyet sahiplerinin, performans hedefleri ve performans kriterlerini dikkate alarak yöneticileri kontrol etmelerinin var olmasıdır. (Akın, 2004:132)

Yöneticiler ve hissedarlar arasındaki vekalet sorununun çözülmesine yönelik olarak aşağıdaki öneriler verilebilir (Denis, 2001: 195-197):

- Bağlayıcı sözleşmeler yapmak,
- Denetleme,
- Teşvik edici düzenlemeler yapmak.

Vekâlet teorisinde geçerli yönetsel uygulama farklılıklarından birisi, işveren ve yönetici arasında risk unsurlarından kaynaklanan çatışmaların var olmasıdır. Bu nedenle kontrol tarzı ve biçimi belirtilmemelidir. Yine, bu teoriye göre, eğer işverenin yönetici üzerinde kontrolü çeşitli koşullara bağlı kılınmış ise bütünüyle karar verebilme yetkisi duruma göre değişebilecektir. Bunun sonucunda mülkiyete dayalı yönetsel ilişkilerde bazen sahiplerin bazen de yöneticilerin ağırlıklı yönlendirme gücü olacaktır. Yaklaşımın kritik noktası, ortakların vekile yetki devretmesidir (Schoorman ve diğ., 1997:33)

### **1.2.2.3. Temsil (Hizmetkârlık) Teorisi**

Hizmetkârlık Teorisi (Stewardship Theory) olarak anılan bu yaklaşım, varsayımları açısından aslında vekalet teorisinin tam karşıtı olarak düşünülebilir (Koçer, 2005:20). Temsil teorisinde, örgüt yapısının yeni baştan bir düzenlemeye tabi tutulduğu ve sorumlulukların yeniden oluşturulduğu bir hukuki-ekonomik düzenleme söz konusudur (Akın, 2004:33).

Temsil yaklaşımı, aynı zamanda, sahiplerin ilgi ve birikimlerini uygun yönde ve tarzda harekete geçirmek için motive olan yöneticilerin durumlarını açıklayan, temelde psikoloji ve sosyolojiye dayanan bir teoridir. Temelinde, çıkar davranışları kriter olarak alınmıştır; bireycilikten çok, faydacı bir karakterle kolektif ve örgütsel davranışları tercih eden yönetici modelinin varlığı görülmektedir (Block, 1993:245).

Bu davranış tipleri arasında bir seçim yapıldığında, temsilci davranışlarının, örgüt çıkarlarına aykırı olmaması ve işbirliğine önem veren tarafıyla, yalnızca kendi çıkarlarını önceleyen davranışlara endeksli bir boyuta sahip olmadığı görülmektedir. Schoorman'a göre, bu şekilde bir davranışla gerek işletme sahibi gerekse temsilcinin çıkarları aynı doğrultuda olmayabilir. Hatta, temsilci, işbirliği davranışından daha fazla bir yarar algıladığı için rasyonel davranışlara da yönelebilmektedir (Schoorman ve diğ.,1997:24). Bu durumda, sahiplerin çıkarları için çalışan yönetici açısından motive olma, yönetme ve sorumluluk alma bir prensip haline gelmektedir. Yaklaşımın temelinde profesyonel yöneticilerce, sahiplerin kazançlarını koruma çabaları önem kazanmaktadır (Akın, 2004:133)

Schoorman ve arkadaşlarına göre, yönetimde kendilerine yetki ve ayrıcalık verildiğinde işletme amaçlarına ağırlık veren hizmetçi çabalarının kolaylaştırılmasından

kaynaklanmaktadır. Ancak, bu tür bir yapı, vekâlet teorisindeki insanın etkinliğini azaltabilmektedir. Bununla birlikte, hizmet (steward) modelindeki insan anlayışında, hizmetkarların bireysel amaçlarından çok örgütsel amaçlara ulaşmak istedikleri için faydalarını maksimize etme niyetleri söz konusudur. Bunun sonucunda, yöneticiler, işletme sahipleri tarafından sıradan biri gibi çalıştırılma endişesi olmadan strateji belirleyecek yetkiye sahiptir ve tüm işletme etkinliklerinden kesin olarak sorumludurlar (Clarke, 2004:121)

Temsilcinin yönetsel süreçlerde bir lider donanımına sahip olması da farklı bir öneme sahiptir. Bu vizyon iki aşamalı bir süreci gerekli kılmaktadır: Birincisi, işletme misyon ve amaçlarını belirleyecek temsilcinin konumu; diğeri ise, yetkilendirdikleri temsilci için sahiplerin yönlendirici konumudur. İlki, başkaları üzerindeki bir kişinin etkisinin olmasından; ikincisi, işletmenin daha geniş misyonu için kişisel bağlılık ve kişisel amaç duygusundan ortaya çıkar. Hem sahipler hem de yöneticiler bir temsilcilik ilişkisini tercih ettiklerinde oluşan durum, grubun performansını arttırmak için düzenlenen gerçek bir sahiplik-temsilcilik ilişkisidir ve yönetici, bir temsilcinin psikolojik profiline sahiptir (Mintzberg ve Quinn, 1996:76)

#### **1.2.2.4. Paydaşlık (Çıkar Ortaklığı) Teorisi**

Önceleri işletmelerin en önemli amacı kâr elde etmek ve ortaklara iyi bir kâr dağıtımını sağlamak olarak görülmekteydi. Ve başarılı bir finansal yapı işletmelerin başarılı sayılmaları için yeterli kabul edilmekteydi (Özalp, 2003:1). Paylaşımçı teriminin ilk kullanımını Stanford Araştırma Enstitüsü'nün (SAE) 1960'lı yıllardaki çalışmalarının sonucunda doğmuştur. Daha sonra bu kavram, Igor Ansoff ve Robert Steward'ın çalışmalarıyla geliştirilmiştir. Stanford Araştırma Enstitüsü, yöneticilerin paylaşımçıların desteklediği amaçları gerçekleştirebilmek için toplumun, borç verenlerin, tedarikçilerin, müşterilerin, çalışanların ve hissedarların kaygılarını anlamaya ihtiyaç duyduklarını ileri sürmektedir. Bu destek uzun süreli başarı için gereklidir. Bu nedenle yönetim, aktif bir şekilde işletme stratejileri sürdürebilmek için tüm paylaşımçılarla olan ilişkilerini dikkatle incelemelidir (Freeman ve McVea, 2001:2).

Şirketin hissedarlar dışındaki gruplara karşı sorumluluklarının neler olduğu literatürde oldukça geniş yer bulan bir tartışma konusudur. Bu konu üzerine yoğunlaşan çalışmalar



Paydaşlık Teorisi (Stakeolder Theory) olarak nitelendirilen yaklaşımı ortaya çıkarmıştır. Bu yaklaşımda şirketle çıkar ilişkisi olan tüm gruplar, “paydaş” olarak adlandırılmakta ve yöneticilerin paydaşlara karşı sorumlulukları incelenmektedir (Koçer, 2005:21).

Aktan, paydaşları (çıkar grupları); firmanın faaliyetleri ile doğrudan veya dolaylı ilişkiler içerisinde olan, firmanın faaliyetlerinden pozitif veya negatif dışsallık elde eden kişi ve/veya kurumlar olarak tanımlamıştır. İşletme ile karşılıklı ve aynı doğrultuda olan menfaat sahibi kişiler paydaş olarak adlandırılmıştır. Çalışanlar, müşteriler, rakipler, tedarikçiler, toplum ve devlet Aktan’ a göre menfaat sahibi kişi ve gruplardır (Aktan, 2006: 3).

Paydaş teorisinde paydaşlar ile ilgili çeşitli sınıflandırmalar yapılmıştır. Pek çok değişik sınıflandırmalar olmasına rağmen paydaşları aynı şekilde gruplandıkları görülmüştür. Bu sınıflandırmaları yaparken kesin bir sınır çizmek mümkün değildir. Çünkü işletmenin açık bir sistem olduğu ve bazı durumlarda ikincil paydaşlar ve birincil paydaşlar iç-içe geçebilmektedir.

Davis ve arkadaşları paydaşları birincil ve ikincil paydaşlar olarak sınıflandırmışlardır. Bu durumda birincil paydaşlar, işletmeyle hukuksal ve sözleşmeli olarak işletmeye bağlı olanlar; ikincil paydaşlar ise birincil paydaşların dışında kalan diğer paydaşlardır.

Davis ve arkadaşları birincil ve ikincil paydaşları şu şekilde belirtmişlerdir (Davis ve diğ., 1993:86):

### **Birincil Paydaşlar**

Birincil paydaşlar, yönetimle yakın ilişkisi olan paydaşlardır.

- Sahipler, hissedarlar
- Çalışanlar
- Müşteriler
- Tedarikçiler
- Rakipler
- Toptancılar ve perakendeciler

- Kredi veren finans kurumları
- Sendikalar

### **İkincil Paydaşlar**

İkincil paydaşlar; işletme yönetimiyle yakın ilişki içinde olmayan işletmenin faaliyetlerinden doğrudan veya dolaylı yoldan etkilenen ve etkileyen paydaşlardır.

- Yerel yönetimler
- Sosyal gruplar
- Medya
- Devlet
- Yabancı ülkeler
- Bütün toplum

Firmalar, paydaşlarının davranışlarından etkilenirler. Firmanın sağduyulu yönetimi, çevreyi kullanır, paydaşlarla ilişkileri içerir, genelde uygun yönetimin bir parçasıdır. Bu yönetim modelinin temel varsayımı, kurum fikrinin temel amacının Pazar başarısı olmasıdır. Firma bakışı, paydaşlarının bir parçası olduğu çevrenin gelir, fayda, ve temel elde etmek için yönetilmek zorunda olduğudur, böylece hissedarlara geri dönüş sağlanabilir (Freeman, 1984:23).

Geçen zamanla birlikte işletmelerinin ilişkide olduğu bu toplumsal tarafların sayısı artmış ve ilişkileri de oldukça karmaşık hale gelmiştir. Freeman'a göre, işletme dışı gruplarla ne kadar güçlü ilişkiler olursa, ortak hedeflerin gerçekleştirilmesi o kadar kolaylaşacak, aksi halde ilişkiler kötüleştikçe ortak hedeflere ulaşılması zorlaşacaktır. Bu yaklaşım "paydaş teorisi"nin temel önermesini oluşturmaktadır. Paydaş teorisi öncelikle bir stratejik yönetim kavramıdır. Paydaş teorisinin amacı rekabet avantajı geliştirmek için organizasyonun iç ve dış çevresi ile olan ilişkilerini güçlendirmesine yardımcı olmaktır (Aktan ve Börü, 2010).

### 1.3. Kurumsal Yönetimin Amacı ve Kazanımları

#### 1.3.1. Kurumsal Yönetimin Amacı

Kurumsal yönetim anlayışının işletmelerde uygulanabilmesinin bir çok amacı vardır. Aktan, bu amaçları kısaca özetlediğini belirtmiştir. Kurumsal yönetimin başlıca amaçlarını maddeler halinde şu şekilde açıklayabiliriz (Aktan, 2006:7)

- Şirket üst yönetiminin sahip olduğu güç ve yetkilerin keyfi kullanımının engellenmesi; bir başka ifadeyle yönetimin güç ve yetkilerini kötüye kullanarak kendilerine özel menfaatler sağlamalarının ortadan kaldırılması,
- Yatırımcı haklarının korunması,
- Şirket hissedarlarının adil ve eşit muameleye tabi tutulmasının sağlanması,
- Şirketle doğrudan ilişki içerisinde bulunan menfaat sahiplerinin haklarının korunması ve güvence altına alınması, bu çerçevede örneğin, azınlık haklarının korunması,
- Şirket faaliyetleri ve finansal durumu ile ilgili olarak kamuyunun aydınlatılması ve şeffaflığın sağlanması, bu çerçevede hisse senetleri borsada işlem gören şirketlerin şeffaf olmaları ve kurumsal yatırımcılar ve diğer menfaat sahipleri için önem taşıyan bilgiyi zamanında ve eksiksiz kamuoyuna açıklamaları,
- Yönetim kurulunun sorumluluklarının açık olarak belirlenmesi,
- Şirket üst yönetiminin karar ve eylemleri dolayısıyla hissedarlara ve diğer menfaat sahiplerine hesap verme yükümlülüğünün temin edilmesi,
- Vekalet maliyetlerinin (agency cost) azaltılması;
- 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 artırılması,

- Risk alan sermayedar ile karar veren profesyonelin çıkar çelişkisinin kurallara bağlanarak kontrol altına alınmaya çalışılması

Seren, kurumsal yönetim amaçlarına daha dar bir perspektiften bakmıştır. Seren'e göre kurumsal yönetimin amaçları (Seren, 2002:6):

- İlgili tarafların karşılıklı hak ve yükümlülüklerinin belirlenmesi,
- Şirket yönetiminde şeffaflığın sağlanması,
- Yatırımcı güveninin sağlanması,
- Şirket performansını artırarak, istikrarlı büyüme ve yüksek kârlılık sağlanmasıdır.

Kurumsal Yönetim üzerine yapılan çalışmaların pek çoğunda, her ülke için geçerli tek tip bir kurumsal yönetim modelinin olmayacağı ve oluşturulacak modelin ülke dinamikleri ve şirketin ortaklık dağılımıyla örtüşmesi gereği üzerine yeterince durulmuştur. Tüm Kurumsal Yönetim yaklaşımlarında amaçlanan, hissedarlar adına halka açık anonim şirketi yöneten yönetim kurullarının, faaliyetleri süresince adillik, şeffaflık, hesap verebilirlik ve sorumluluk ilkelerine göre hareket etmeleridir (Demirbaş ve Uyar, 2006:36).

Demirbaş ve Uyar'a göre bu amacın gerçekleşmesi sırasında (Demirbaş ve Uyar, 2006:36):

- İşletmelerin etkin yönetimi ile hissedar kazancının en üst düzeyde gerçekleştirilmesi,
- İşletme fonlarının akıllıca ve verimli bir biçimde kullanılması için işletmelere güvenen yatırımcıların haklarına en üst düzeyde öncelik verilmesi ve özen gösterilmesi,
- Daha fazla şeffaf, dürüst ve ortaklarına, çalışanlarına, topluma ve çevreye karşı daha fazla sorumlu olmanın ve hukukun üstünlüğünün işletme bilincine yerleştirilmesi,

sağlanmalıdır.

### 1.3.2. Kurumsal Yönetimin Önemi

1980'lerin ikinci yarısından itibaren yaşanan kredi ve borç skandalları, şirket yönetiminin ve kaynaklarının istismar edilmesi, doğal kaynaklara ve çevreye verilen zararlar, şirketlerin faaliyetlerinin eksik ve yanıltıcı bir şekilde kamuoyuna aktarılması, şirket iflasları, yatırımcıların, ortakların ve beraberinde şirketle iş yapan destek birimlerinin uğradığı kayıplar ve şirketlerle ilgili olarak ortaya çıkan diğer krizler bir kurum olarak şirketlerin meşruiyetini ve kamuoyu önündeki güvenini tartışmaya açık hale getirmiş, sermaye piyasalarına olan güvenin sarsılmasına neden olmuştur. Yaşanan bu olumsuzlukların arkasında yatan temel neden olarak kurumsal yönetimdeki başarısızlıklar gösterilmektedir (Shelton, 1998:2).

OECD, Uluslararası Finans Kurumu(IFC) ve Dünya Bankası gibi kuruluşlar 2000 yılından bu yana kurumsal yönetim ilkelerinin yaygınlaşması için yoğun bir çaba göstermektedirler. Diğer taraftan derecelendirme kuruluşları Kurumsal Yönetim derecelendirmesini kredi değerlendirmesinin zorunlu bir ögesi olarak görerek bu konuda değerlendirme yöntemleri geliştirmişlerdir. Ülkelerin ve şirketlerin kredibilitelerini değerlendirmek konusunda önde gelen kuruluşlardan biri olan Standard & Poor's(S&P) da, şirketlerin değerlendirilmesinde, yönetim süreçlerini şirket ortamında inceleyerek şirketlerin ne ölçüde Kurumsal Yönetim Risklerinden arındırıldığını ölçen uluslararası bir metodoloji geliştirmiştir. Diğer yandan gerek S&P 500 içinde gerekse ISE içinde oluşturulması planlanan 'Kurumsal Yönetim Endeksi', gerekse çeşitli borsalarda bu amaçla kurulan ayrı pazarlar Kurumsal Yönetimin bir rekabet avantajı olarak kullanılmaya başlandığına işaret etmektedir (Metin, 2004:7).

Gerek ülke içinde, gerekse ülke dışında kaynak yaratan kişi veya gruplar, haklarını koruyacak yasal düzenlemelerin olmaması halinde ya söz konusu ülkelerde yatırım yapmama kararı almakta, ya da yatırım yapsalar bile güçlü şirket yönetim standartları olan ülkelerle kıyaslandığında yeterli hukuksal düzenlemelere sahip bulunmayan ülkelere sağladıkları kaynaklar için daha yüksek bir risk primi talep etmektedirler. Bu da kaynak ihtiyacı bulunan ülkelerin kaynak maliyetlerini artırmaktadır. Bu nedenle kurumsal yönetim, ekonomik etkinlik ve büyüme açısından son derece önemli sonuçlar doğurmaktadır. Etkili bir kurumsal yönetim firma değerinin maksimize edilmesi konusunda şirket yöneticileri üzerinde bir baskı oluşturmaktadır. Özel sektörün

genişlemesi ve daha rekabetçi bir piyasa ekonomisinin yaratılmasıyla birlikte, etkili bir kurumsal yönetimin sözü edilen bu köklü ekonomik değişimlerden ekonomik yararlar sağlayabilmek için anahtar bir role sahip olduğu gün geçtikçe anlaşılmaktadır (Tuzcu, 2003:2).

İyi bir yönetim başta dış kaynaklı olmak üzere tüm sermaye sahiplerinin mevcut sisteme güven duymasına yardımcı olur. Bu nedenle, kurumsal yönetim konusunun son yıllarda gündem oluşturması kaçınılmaz bir olgudur. Ayrıca yaşanan rekabet, şirketlerin yaşamsal faaliyetlerini sürdürebilmeleri için ilişki içinde olduğu tüm kesimlerle yakın bir iletişim kurması gerekliliğini doğurmaktadır. Bu ilişki ve iletişimi sağlıklı bir şekilde sürdürebilmenin yolu olarak görülen kurumsal yönetim anlayışının önemi her geçen gün artmaktadır (Tuzcu, 2003:7).

Gürbüz ve Ergincan, kurumsal yönetimin önemini yöneticilerin yetkilerinin sınırlanması açısından da ele almışlardır. Sermayedarlar girişimciye sermaye sağladıktan ve kontrolü girişimciye devrettikten sonra, gelecekteki nakit akımlarını kaynak sahiplerine aktarmaları için zorunlulukları kalmamaktadır. Şirketin varlıkları üzerindeki kontrol, yöneticinin elinde olduğu için, yönetici nakit akımlarına el koyabilir veya maaştan ayrı gelir ve yüksek ücret temin edebilir (Gürbüz ve Ergincan, 2004:6). Özellikle performans ile doğru orantılı olmayan yüksek ücretler ödendiği ve teşvik primlerinin kısa dönemli olduğu durumlarda, şirket sahiplerinin üst düzey yöneticilerin ücretlendirmeleri ile ilgili büyük bir söz hakkı olmalıdır. Yatırımcıların, ücretlerde büyük etkisi olan icracı olmayan yöneticilerin atanmasında hemen hemen hiç rolü olmadığından, bu gereklilik ancak bu şirketlerin kurumsal yönetime daha fazla ve direk katılımları ile karşılanabilir (Dimsdale ve Prevezar, 1994:117).

Oysaki hissedarların yatırımcı haklarının, alacaklıların reorganizasyon ve tasfiye haklarının yaygın olması ve düzenleyiciler ile mahkemeler tarafından iyi uygulanması halinde, yatırımcılar şirketlere finansman sağlamaya istekli olabilirler. Ancak, yasal sistemin dışarıdaki yatırımcıyı korumadığı durumlarda, dışarıdan finansman sağlama politikası sağlıklı şekilde işlemeyebilecektir (Gürbüz ve Ergincan, 2004:7)

Aktan ise kurumsal yönetimin öneminin artmasına neden olan gelişmeleri sıralamıştır. Kurumsal yönetimin önem kazanmasına neden olan faktörleri bir kaç ana başlık altında özetlemek mümkündür (Aktan, 2006:8).

### **Şirket skandalları**

Özellikle 1990'lı yıllarda ard arda ortaya çıkan şirket skandalları kurumsal yönetime olan ihtiyacı arttırmıştır. ABD'de Enron ve WorldCom, İtalya'da Parmalat, Hollanda'da Ahold ve Çin'de Yanguangxia skandalları gözleri bir anda şirket yönetim ve denetimlerine çevirmiştir.

### **Küreselleşme ve uluslararası sermaye hareketlerinin hız kazanması**

Günümüzde yatırımcılar hisse senedi yatırımı yaparken sadece kendi ülkelerinin ortaklıkları ile sınırlı kalmamakta, yerkürenin her köşesindeki yatırım araçları ile ilgilenmektedirler. Bu durumun gelişen piyasalara etkisi ise, verimliliğin, yatırımların, gelirin ve ihracatın artması ile finans piyasalarının derinleşmesi, gelişen piyasalara uluslararası sermaye akışının hızlanması olmaktadır. Diğer taraftan artan uluslararası ekonomik bağımlılık geliştirmekte olan piyasaların uluslararası fon kaynakları ve portföy yatırımları ile piyasalardaki dalgalanmalara karşı hassaslaşmasına sebep olmaktadır (Stone, Hurley, Khemani 1998:3 ). Dolayısıyla ortaklıklar, uzun vadeli ve yatırımının karşılığını almak konusunda sabırlı olan sermayeyi kendilerine çekebilmek için güvenilir ve genel kabul görmüş kurumsal yönetim düzenlemeleri yapmak durumundadırlar. Ayrıca yatırımcılar denizaşırı ülke ortaklıklarına uzun vadeli yatırım yapabilmek için güven unsurunu ön planda tutmakta, yatırım yapmadan önce “oyunun kuralları”nı anlamak istemektedir. Tüm dünyada yatırım yapmak için aranan güveni, başarılı kurumsal yönetim sistemi oluşturulmasına ve oluşturulan kurumsal yönetim sisteminin korunmasına yönelik temel prensiplerin belirlendiği uluslararası bir anlaşma sağlayabilir (Şehirli, 1999:14).

### **Finansal krizler**

Finans piyasalarının entegrasyonu neticesinde 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. Özetle, kurumsal yönetim, finansal krizlere karşı daha dayanıklı bir şirket yapısı öngörmektedir. (Aktan, 2006:8)

## **Özelleştirme**

1980'li yıllardan itibaren tüm dünyada yaygınlaşan özelleştirme uygulamaları kurumsal yönetimin önem kazanmasında dolaylı olarak etkili olmuştur. Kamu mülkiyetinde olan kamu teşebbüslerinin özel mülkiyete geçmesinin ardından finans piyasalarına sermaye tedariki için yönelmeleri ve şirket evliliklerine yönelmeleri kurumsal yönetim ilkelerinin önem kazanmasına neden olmuştur (Aktan, 2006:9).

### **1.3.2.1. Kurumsal Yönetimin Aile Şirketleri İçin Önemi**

Türkiye'de aile şirketleri azımsanamayacak ölçüde fazla olduğundan kurumsal yönetimin bir de aile şirketleri açısından önemine bakmakta yarar görülmektedir.

Ekonomik kalkınma açısından taşıdıkları büyük önem nedeniyle, aile şirketlerinde kurumsal yönetim konusu kapsamlı olarak incelenmektedir. Aile şirketleri, kendilerine özgü avantajlarına bağlı olarak hızlı bir performans artışı gösterse de, şirketler büyüdükçe aile iki konuda yetersiz kalmaktadır: Bunlardan ilki yönetimdir. Bir ailenin devamlı başarılı yöneticiler yetiştirmesi mümkün olmadığından ve işler geliştikçe başka sahalara girilmesinden dolayı, sermayedar çözüm olarak bir yöneticiyle anlaşmak ihtiyacı duymaktadır.

Sermayedar, şirketi yönetmesi için profesyonel yöneticiyi belli bir ücret karşılığında görevlendirmektedir. Böylece, risk alan sermayedar ve ücret karşılığında karar alan profesyonel yönetici rolleri ortaya çıkmakta, kısacası sahiplik ve yönetim birbirinden ayrılmaktadır. Bu ayrım söz konusu olduğunda ise etkin bir şekilde işleyen sistemlerin kurulabilmesi için kurumsal yönetim ön plana çıkmaktadır. Aile şirketlerinde kurumsal yönetimi ön plana çıkaran ikinci konu ise sermayedir. Aile sermayesinin yetersiz kaldığı durumda, ortaklık, kurumsal yatırımcılar, finans kurumları ve bireysel yatırımcılara doğru genişleyen bir sermaye yayılması söz konusu olmaktadır. Bu şekilde ortaklıkların kurulması sonucunda tarafların birbirlerine karşı olan sorumlulukları kurumsal yönetimi zorunlu kılmaktadır. Zira, kurumsal yönetim, mülkiyet sahibinin sermaye ortaklığından doğan haklarının korunmasını ve geliştirilmesini sağlamaktadır.

Kurumsal yönetim, aile şirketlerinde sürdürülebilirlik açısından başlıca koşul olan aile ve şirket arasındaki ilişkilerin düzenlenmesi açısından da büyük önem taşımaktadır. Örneğin, aile şirketlerinde geliştirilecek olan kurumsal yönetim düzenlemeleriyle,



profesyonel yöneticilerin performans şeffaflığı ve performans bazında ücretlendirme, kariyer gelişim yollarının aile üyeleri tarafından tıkanmaması, profesyonellerin ve aile üyelerinin aynı performans sistemine tabi olmaları ve yetkilendirmede ve karar almada sorumluluk gibi beklentilerine yanıt verilerek, yetenekli yöneticilerin şirkete kazandırılması mümkün olabilir. Yine şirketin önemli bir menfaat grubu olarak yönetime katılmayan aile kökenli hissedarların, şirket performansını sorgulama, temettü dağıtım, borçlanma gibi önemli politikalarda ve ciddi stratejik kararlarda söz sahibi olma, şeffaflık ve aile üyelerinin istihdamı için kuralların belirlenmesi gibi beklentileri karşılanarak şirkete büyük zarar verecek olası çıkar çatışmalarının önüne geçilebilecektir.

Aile şirketlerinde sürdürülebilir performans için kritik konular arasında yer alan diğer bir önemli unsur da yedekleme planıdır. Kurumsal yönetim ile aile şirketlerinde yönetimin yeni kuşaklara devredilmesi süreci planlı bir şekilde yönetilerek, proaktif bir yaklaşımla bu hassas dönemde olası krizlerin önüne geçmek mümkündür. Aynı zamanda, şirkete kaynak sağlayan kredi kuruluşları veya kurumsal yatırımcılar gibi kuruluşların beklentilerinin karşılanması, şirketin finansman ihtiyacının daha düşük maliyetle ve istikrarlı bir şekilde temin edilmesini mümkün kılacaktır.

Böylece, kurumsal yönetim, menfaat sahiplerinin beklentilerinin dengeli bir şekilde yönlendirilmesine olanak tanıyarak, şirket performansının sürdürülebilirliğini güvence altına almaktadır. Bu nedenle, halka açık olmayan şirketler için de kurumsal yönetim uzun vadeli başarı için kritik öneme sahiptir. Bu çerçevede, ülkemizdeki şirketlerin büyük bölümünü oluşturan aile şirketlerinin başarılarını gelecek nesillere taşıyarak büyümesi önündeki tipik engellerin ortadan kaldırılması kurumsal yönetim ile mümkündür. Kurumsal yönetim, genç nesil aile üyelerinin şirket içinde alabileceği rollerin belirlenmesi sürecinin net olmaması, nesiller arası geçiş aşamalarında sorunlar yaşanması, aktif ve pasif aile üyeleri arasındaki beklenti farklılıkları gibi sorunların önüne geçerek büyüyen ailenin şirket yönetiminde katkısını korurken şirketin kârlı bir şekilde büyümesini amaçlamaktadır. (TKYD ve Deloitte, 2006:7)

Güney aile şirketleri için, aileyi birlikte tutan faktörlerin zamanla değişmekte olduğunu vurgulamış, duygunun ve sevginin yerini akıl, ilişkilerin yerini sonuç, birlik beraberliğin

yerini ise rekabet alır diyerek; böyle bir yapıyı devam ettirebilmek büyük ölçüde emek, çaba ve özen gerektiği konusuna değinmiştir (Güney, 2008:275).

Aile ilişkilerinin kurumsallaşması, genelde üzerinde düşünülmeyen ama aile şirketlerinde en temel problemleri yaratan bir konudur. Kurumsallaşma ‘sistem haline gelmek’ olarak tanımlandığına göre, sadece şirketin sistem haline gelmesi yetmez. Aile ilişkilerinin de bir sistem haline getirilmesi, bunun için de aile şirketlerinin yeniden yapılandırılmaları gerek. Yeniden yapılanma ile şirketlerde yeni bir organizasyon yapısı oluşturulmalı ve bu yapı içinde yer alan herkesin görevi, yetkileri ve sorumlulukları yazılı olarak belirlenmeli. Bu şirketlerde uygulanabilecek bir görev yetki ve sorumluluk yönetmeliği ve personel yönetmeliği oluşturulmalı. Böylece bu işletmelerde karar alma süreci belirli kurallara bağlanır ve işletmenin kurumsallaşması için bir adım atılır. Diğer taraftan bu tür işletmelerde iş tanımları yapılmalı, iş planı ve akışları dökümanite edilmeli, iyi bir iş ve belge akışı sağlanmalı. Etkin bir raporlama sistemi kurulmalı ve yönetimin gereksinim duyduğu bilgiler güncel olarak raporlanmalı. Maliyet ve stok kontrolü sağlamak, maliyet azaltılmasına gitmek için etkin bir muhasebe ve raporlama sistemi kurulmalı. Daha sonra bütçe uygulamalarına başlanmalı. Bölümlerin daha sistemli hale getirilerek bölümler arası belge ve bilgi akışı sağlanarak, bölümlerin daha etkin ve verimli çalışması sağlanmalı. Aktif bir pazarlama bölümü kurularak işletmenin yurtiçi ve yurt dışı pazar payı artırılmalı. Sonuç olarak, aile şirketlerinde mevcut sistemleri yamamak, onarmak gibi yöntemlerle düzeltilmesi oldukça zordur ve de mevcut sistemi daha da içinden çıkılmaz hale gelebilir. Bu nedenle aile şirketlerinin tümüyle yeniden yapılandırılmalarında yarar var (Sağlam, 200?)

### **1.3.3. Kurumsal Yönetimin Faydaları**

İyi bir kurumsal yönetim, şirketlere finansman kolaylığı, sermaye maliyetinin düşük tutulması ve sermayenin verimli kullanılmasını sağlar, yerli yabancı yatırımcıların güveni kazanılarak uzun vadeli sermaye girişi hızlanır. Ulusal ekonomilerin istikrarlı bir büyüme ortamı içinde olmaları uluslararası ekonomik düzendeki istikrarı sağlamaktadır. Kırılma azalacağından olası bir kriz daha az zararla atlatılabilecektir (Koç, 2004:227).

Seren, kurumsal yönetimin faydaları konusuna dar açıdan bakabilmiş ve önemli faydalarını özetleyebilmiştir. Seren'e göre kurumsal yönetimin başlıca faydaları şu şekildedir (Seren, 2002:6):

- Şirketlere duyulan güvenin artması,
- Kalıcı ve istikrarlı, uluslararası sermaye akımlarının ve kurumsal yatırımcıların çekilmesi,
- Finansman ihtiyacının uluslararası sermaye piyasalarından daha kolay temin edilebilmesi,
- Dinamik ve rekabetçi şirket, sektör ve piyasaların oluşumu olarak sayılabilir.

Aktan, kurumsal yönetimin sağlayacağı faydalarına şirkete veya ülkeye ve topluma sağlayacağı faydalar açısından bakarak, bu faydaları kategorize etmiştir. Aktan'a göre kurumsal yönetimin şirket açısından ve ülke açısından yararları şu şekilde özetlenmiştir (Aktan, 2006:14).

#### **Şirkete sağlayacağı yararlar**

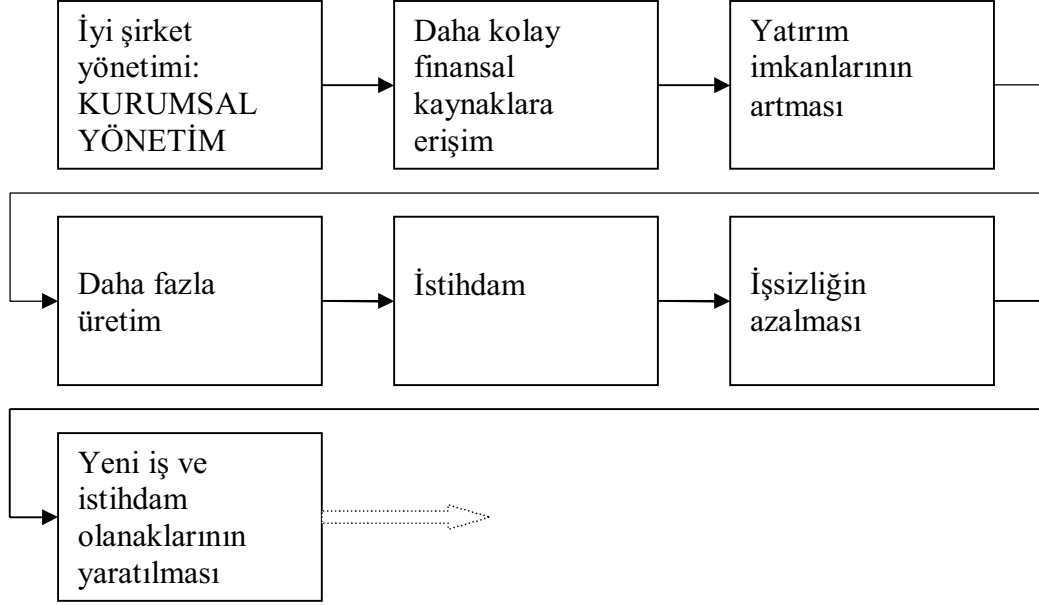
- Şirketin finans piyasalarından daha kolay finansman teminine imkan sağlar; bir şirket ne kadar iyi yönetilirse sermaye maliyeti o ölçüde azalır. Bu bakımdan kurumsal yönetimin şirkete sağlayacağı en önemli yarar sermaye maliyetini azaltmasıdır.
- Likidite sıkıntısı içerisinde bulunan şirkete nakit para girişi sağlar,
- Yerli ve yabancı yatırımcıların güveni tesis edilir ve böylece uzun vadeli sermaye girişi hızlanır.
- Finansal krizlerin daha kolay atlatılmasına imkan sağlar,
- Şirket varlıklarının değeri yükselir. Bir şirket ne kadar iyi yönetilirse şirket varlıklarının getirisi o kadar yüksek olur. Dolayısıyla, kurumsal yönetim, şirketin değerini arttırır.
- Şirket yönetiminde şeffaflık ve hesap verme sorumluluğu dolayısıyla yolsuzluklar azalır,

- Şirkette güç ve yetki istismarını engeller ve keyfi yönetimi ortadan kaldırır.
- Tüm menfaat sahiplerinin çıkarlarına hizmet edeceği için şirket ile menfaat sahipleri arasındaki ilişkilerin ve diyalogun artmasına katkı sağlar.
- Şirket faaliyetlerinde uzun dönemli istikrar sağlar,
- Şirketin rekabet gücünü artırır,
- Şirket kârlılığında artış sağlar,

### **Ülkeye ve topluma sağlayacağı faydalar**

- Ülkenin rekabet gücünün artmasını sağlar,
- Ekonomik krizlerin daha kolay atlatılmasına yardımcı olur,
- Finansal derinliğin artmasına imkan sağlar. Şirket hissedarlarının hakları ne kadar iyi korunursa finansal sistemin derinliği o kadar fazla olur. Bu açıdan kurumsal yönetimin bankacılık ve mali sektörün gelişmesine olumlu katkıları söz konusudur.
- Sermaye piyasalarının gelişmesine imkan sağlar. Şirket hissedarlarının hakları ne kadar iyi korunursa sermaye piyasaları o kadar gelişmiş olur. Hissedar haklarının iyi korunması ile borsa kapitalizasyonu arasında doğrusal bir ilişki vardır.
- Yurtiçi tasarrufların artmasına ve halka açık şirketlere kaymasına imkan sağlar,
- Makro ekonomik performansın artmasına katkı sağlar. Daha kolay finansman imkanlarına erişim kolaylıkları, şirketin sermaye maliyetini azaltarak toplam yatırımlarını artırır, yatırımlarda artış ise yeni iş olanakları yaratır ve ekonomideki istihdam kapasitesini genişletir. (Bkz. Şekil-1.)

### Şekil 1. Kurumsal Yönetimin Makro-Ekonomik Etkileri



Kaynak: Aktan (2006:15)

Ulukan, çalışmasında kurumsal yönetimin faydalarının yanı sıra, kurumsal yönetimin olası sakıncalarına da değinmiştir. Bu çerçevede Ulukan, Eskişehir’de faaliyet gösteren 25 işletmenin, 13 işletme sahibiyle ve 12 profesyonel yöneticisiyle yaptığı görüşmeler sonucunda, kurumsal yönetimin olası sakıncalarını belirlemeye çalışmıştır. Bu çalışmasında işletme sahibi ve yöneticilerin verdikleri cevaba göre, kurumsal yönetimin olası sakıncaları Eskişehir’deki 25 işletmenin yöneticisi açısından önem sırasına göre şunlardır (Ulukan, 2005:35):

- KIT’leşme ortaya çıkar, çalışanlar yalnızca kendi işlerine odaklanır.
- (İşletme sahipleri için) Kontrol elden gidebilir.
- Kurumsallaşma sürecinin maliyeti yüksektir.
- Karar alma süreci uzar.
- Sistemin yavaşlaması.
- Tekrarlar artar.
- Koordinasyon eksikliği baş gösterir.
- İşlere patron (işletme sahibi) gözüyle bakılmaz.

- Monoton bir iş ortamı ortaya çıkar.
- İşletme sahipleri işletme ölçeğinde kapsamlı düşünmeyi bırakırlar.
- Çalışanlar hantallaşır.
- Aşırı fonksiyonel bir yapı ortaya çıkar.

#### **1.4. Kurumsal Yönetim İlkeleri**

Kurumsal yönetim alanında dünyada bir çok çalışma yapılmış ve yapılmaktadır. Bu çalışmalar, her ülke için geçerli tek bir kurumsal yönetim modelinin olmayacağını önemle vurgulamaktadır. Buna göre oluşturulacak model ülkeye özgü koşulları da dikkate almalıdır. Ancak bununla birlikte, genel kabul gören tüm uluslararası kurumsal yönetim yaklaşımlarında, eşitlik, şeffaflık, hesap verebilirlik ve sorumluluk kavramları olmazsa olmaz kavramlar olarak karşımıza çıkmaktadır (SPK, 2005:2).

##### **1.4.1. Eşitlik (Adil Davranma) İlkesi**

Eşitlik, adil yönetim ilkesi, kurumun geleceği ile ilgili olarak tüm tarafların fikirlerini dengeli olarak değerlendirmektir. Eşitlik, şirket yönetiminin aldığı kararlarda yalnızca mülkiyet hakkı bulunan hissedarları değil, aynı zamanda şirketin uzun dönemde kârlılığını ve varlığını sürdürmesine yardımcı olacak tüm tarafları dikkate alması anlamına gelmektedir. Yönetimin yapmış olduğu eylemlerle ilgili olarak, konuyla ilişkili tüm taraflara açıklanabilecek nitelikteki bilginin eş anlı ve eşit bir biçimde paylaşılması gerekmektedir (Tuzcu, 2003:25).

SPK Kurumsal Yönetim ilkelerinde eşitlik; şirket yönetiminin tüm faaliyetlerinde, pay ve menfaat sahiplerine eşit davranmasını ve olası çıkar çatışmalarının önüne geçilmesini ifade eder (SPK, 2005:3).

Adil davranma (eşitlik) ilkesi, farklı çıkar sahiplerinin farklı ve birbirini dışlayacak nitelikteki çıkarları arasında bir dengenin sağlanmasını ifade eder. Bu ilke, şirket yöneticilerinin alınacak kararlardan etkilenecek tüm kesimlere eşit uzaklıkta olmasını ve sadece belirli bir kesimin değil, şirketin varlığını sürdürmesi için gerekli tüm tarafların (çıkarcı sahiplerinin) haklarının gözetilmesini ifade etmektedir. Şirket içi görev ve

sorumlulukların belirlenmesinde adil davranma ilkesi göz önünde bulundurulduğunda temsil maliyetleri en az düzeye inecek, çıkar çatışmaları azalacaktır (Doğan, 2007:51).

Pay sahiplerinin korunması için adil yönetim ilkesinin yerleşmesine yönelik başlıca hususlar şunlardır (Paslı, 2005:53):

- Yöneticilerin usulsüz işlemlerinin önlenmesi
- Piyasada fırsat eşitliğini bozucu faaliyetlerin yasaklanması
- Pay sahiplerinin aktif bir şekilde yönetime katılımının sağlanması
- Belli grupların menfaatlerinin ön plana çıkarılmasının önlenmesi
- İşletme yöneticilerinin karar vericilerin ihtiyaç duyduğu bilgileri zamanında, doğru ve tutarlı bir şekilde yayınlaması adil bir yönetimin göstergesidir.

#### **1.4.2. Şeffaflık İlkesi**

Şeffaflık; ticari sır niteliğindeki ve henüz kamuya açıklanmamış bilgiler hariç olmak üzere, şirket ile ilgili finansal ve finansal olmayan bilgilerin, zamanında, doğru, eksiksiz, anlaşılabilir, yorumlanabilir, düşük maliyetle kolay erişilebilir bir şekilde kamuya duyurulması yaklaşımıdır (SPK, 2005:3).

Şeffaflık; kredilerin yatırımcılarca kullanımı, kredi kullananların kredibilitesi, hükümetlerin kamu hizmetlerini sunumu (eğitim, sağlık, para, maliye politikaları) ve uluslar arası kuruluşların faaliyetleri hakkında doğru, eş zamanlı, güvenilir ekonomik, sosyal ve politik bilginin akışının sağlanmasıdır (Vishwanath ve Kaufmann, 1999). Şeffaf yönetim, firmaya sermaye çekmenin, daha da önemlisi yatırımcının, kendini güvende hissetmesinin olmazsa olmazlarından. Çünkü yatırımcılar, firmaları gerçek anlamda inceleyebilme, gerçek piyasa değerini anlayabilme, performanslarını karşılaştırabilme ve kendisi açısından en doğru yatırım kararını verebilme olanağını bu ilkenin hayata geçirilmesiyle bulabilmektedirler (Paslı, 2004: 54).

Etkili bir kurumsal yönetim, iyi tasarlanmış bir muhasebe sistemini ve etkili bir finansal raporlama sistemini gerektirmektedir. Bilişim teknolojilerindeki ilerlemeler, finansal raporlama üzerinde değişikliklere neden olmaktadır (Baker ve Wallage, 2000:174). Bu

nedenle muhasebe bilgilerinin taraflara sunulması geçmişten daha kolay ve kısa zamanlıdır.

Pay ve menfaat sahipleri şirketin yönetimi, finansal ve hukuki durumu ile ilgili olarak düzenli ve güvenilir bilgiye erişim ihtiyacı duyarlar.

Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ilkesi, pay ve menfaat sahiplerine, şirketin hak ve yararlarını da gözetecek bir şekilde, zamanında, doğru, eksiksiz, anlaşılabilir, analiz edilebilir, düşük maliyetle kolay erişilebilir bilgilerin sunulmasını amaçlar.

Şirket, kamuya açıklamada bulunurken, mümkün olan en basit kavram ve terimleri kullanır, ikilem yaratacak belirsiz ifadelerden kaçınır. Teknik terim kullanması gereken yerlerde, herkesin kolayca anlamasına imkan verecek şekilde açıklamalar da beraberinde verilir. Kamuya açıklanan bilgiler tarafsız olmalıdır. Şirketle ilgili tarafların bir veya birkaçının bilgi alma ihtiyaçlarını karşılayacak şekilde yapılan bilgi açıklamaları kabul edilemez. Şirketler hiçbir şart altında kendi aleyhlerine sonuçlar doğurabilecek bile olsa açıklanması gereken bilgilerin açıklanmasında tereddüt etmemelidir. Ancak kamuya açıklanan şirket bilgilerinin de ticari sır kapsamında olmaması ve şirketin rekabet gücünü engelleyerek zararına neden olabilecek sonuçlar doğurmaması önem taşır (SPK, 2005:20).

Şeffaflığın önemi herkes tarafından kabul edilmesine rağmen, piyasaların gereksinim duyduğu bilgilerin açıklanması ve paylaşılması konusunda bir isteksizlik olduğu da ifade edilmektedir. Bu isteksizliğin nedenleri (Karan ve Karacabey, 2003:152)

- Açıklanacak bilgilerin toplanması, sınıflandırılması, raporlanması ve bu bilgilere gereksinim duyanlara ulaştırılmasının maliyetine bilgi kullanıcılarının değil, bilgileri sunacak olanların katlanacak olmaları,
- Kamuya açıklanmayan veya dağıtılmayan bilgilerden kar elde etme olanağının olması veya açıklanacak bilgilerin şirketin rekabet gücünü azaltabilecek ve rakiplerine avantaj sağlayacak nitelikte olması,
- Aynı sektörde faaliyet gösteren şirketlerden biri tarafından ulaşılan sonuçların kamuya duyurulması durumunda, rakipleri tarafından da kullanılabilir olması



(bedavacılık), piyasanın verimliliğini etkileyebileceğinden, şirketlerin şeffaflığını arttırılmasına yönelik uygulamalara yeterince kaynak ayırmamaları

olarak ifade edilebilir.

Şeffaflık konusunda uygulamada karşılaşılan en ciddi sıkıntılardan biri de çeşitli ülkelerde uygulanan muhasebe standartlarındaki farklılıklar nedeniyle finansal bilgilerin karşılaştırılabilir olmaktan uzaklaşmasıdır. Finansal bilgilerin karşılaştırılabilirliğini sağlamak amacıyla, Avrupa Birliği 2005 yılından itibaren bütün halka açık şirketlere, konsolide tablolarını Uluslararası Muhasebe Standartları Komitesi tarafından yayınlanmakta olan Uluslararası Finansal Raporlama Standartları (UFRS) uyarınca hazırlanmasını zorunlu kılmıştır. Türk Muhasebe Standartları Kurulu da 2006 yılında UFRS'yi Türkçe'ye çevirmiştir. 2007 yılında kanunlaşması umulan yeni Türk Ticaret Kanunu Tasarısı'nda halka açık olsun olmasın ülkemizdeki tüm işletmelere muhasebe ve finansal raporlama konularında TMSK tarafından yayımlanan, UFRS'ye uyumlu Türkiye Muhasebe Standartları'na uymaları mecburiyeti getirilmektedir (TKYD ve Deloitte, 2006:5).

### **1.4.3. Hesap Verilebilirlik İlkesi**

SPK tanımına göre hesap verilebilirlik; yönetim kurulu üyelerinin esas itibarıyla anonim şirket tüzel kişiliğine ve dolayısıyla pay sahiplerine karşı olan hesap verme zorunluluğunu ifade eder (SPK, 2005:3).

Hesap verebilirlik, yönetimin işlevini ve sorumluluklarını açıklamak, hissedar ve yöneticilerin taleplerinin sıraya koyulmasını güvence altına alacak gönüllü çabaları desteklemek ve nesnel kararlar alındığının yönetim kurulları tarafından izlenmesidir (Millstein, 2000:3).

Paslı, bu ilkeyi iç sorumluluk olarak da adlandırabileceğimizi belirtmiştir. Bu tür bir sorumluluk ortaklık sınırları içinde kaldığından dolayı iç sorumluluk olarak adlandırılmaktadır. Yöneticilerin hesap verme sorumluluklarının ve yöneticilerin kararlarından kaynaklanan zararları belirli kurallar doğrultusunda tazmin etme zorunluluğunun ortaklığa ve pay sahiplerine karşı olmasıdır (Paslı, 2004:56).

Faaliyet öncesinde, sırasında ve sonrasında geri bildirim sağlanmasını içeren şeffaflık ilkesinin aksine, hesap verebilirlik ilkesi faaliyet sonrasında kapsamaktadır. Bu ilke, yönetim kurulunun tepe yönetim performansını bağımsız bir şekilde izlemesini ve tepe yöneticilerin hissedarlara karşı hesap verebilirliğinin temin edilmesini gerektirmektedir. Bunun sağlıklı bir şekilde işleyebilmesi için, yönetim kurulu ve tepe yönetim arasında sorumlulukların ne şekilde paylaşıldığı netleştirilmelidir. Aksi takdirde, karar verme gücünün hangi mercide olduğu, dolayısıyla bu kararlar için hesap verme yükümlülüğünün kimde olduğu belirsiz kalacaktır. Başka bir ifadeyle, yönetim kurulu ve tepe yönetim arasında etkin bir işbölümü, kurumsal yönetimde hesap verebilirlik ilkesinin vazgeçilmez koşuludur. Bu nedenle, kurumsal yönetimle ilgili rapor ve kodlarda yönetim kurullarının yapısı ve işleyişi ile ilgili düzenlemeler ağırlıklı bir yer tutmaktadır (TKYD ve Deloitte, 2006:5).

#### **1.4.4. Sorumluluk İlkesi**

Sorumluluk ilkesi; şirket yönetiminin anonim şirket adına yaptığı tüm faaliyetlerinin mevzuata, esas sözleşmeye ve şirket içi düzenlemelere uygunluğunu ve bunun denetlenmesini ifade eder (SPK, 2005:3).

Sorumluluk, doğruları teşvik eden, buna karşın yanlışları cezalandıran bir kontrol mekanizması işlevi görmektedir. Yönetim kademelerinin temel sorumluluğu ise, kurumun hedeflerini sağlıklı bir biçimde tespit etmek ve bunları uygulamaya geçirmektir. Sorumluluk ilkesinin amacı; firmanın faaliyetlerinin kanunlara ve toplumsal değerleri yansıtan düzenlemelere uygunluğunu güvence altına almaktır (Millstein, 2000:3).

Yönetim Kurulunun Görev ve Sorumlulukları OECD'nin kurumsal yönetim ilkelerinden sonuncusu olup, yönetim kurulunun ortaklık üzerinde etkin gözetiminin ve pay sahiplerine karşı yönetim kurulunun sorumluluğunun sağlanması amacını taşımaktadır. Söz konusu ilkeye göre (Şehirli, 1999:44-45);

- Yönetim kurulu üyeleri ortaklık hakkındaki tüm bilgilere ulaşmış olarak görevleri gereği gereken dikkati gösterirken iyi niyetli davranıp, aynı zamanda ortakların tamamının çıkarlarını korumayı amaçlayan bakış açısına sahip olmalıdırlar. Çeşitli pay sahibi gruplarını değişik biçimde etkileyebilen kararlar

olduğunda, yönetim kurulu tüm pay sahiplerine adil davranmak durumundadırlar.

- Yönetim kurulu diğer menfaat sahiplerinin çıkarlarını gözetmek ve ortaklığın faaliyet alanına ilişkin geçerli mevzuata uyumu sağlamaktan sorumludurlar.
- Yönetim kurulu temel gözetim fonksiyonlarını kapsayan hususları yerine getirmelidir
- Yönetim kurulunun yapısı ve işleyişinin, ortaklığın etkin gözetimini yapabilme gücünü ve pay sahiplerine karşı sorumluluğunu artırıcı şekilde düzenlenmesi gerekmektedir
- Yönetim kurulu üyeleri üzerlerine düşen görev ve sorumlulukları yerine getirebilmek için bilgiyi doğru ve zamanında almış olmalıdır.

## **2. BÖLÜM: DÜNYADA VE TÜRKİYE’DE KURUMSAL YÖNETİM**

Bu bölümde kurumsal yönetimin mekanizma ve sistemlerini, kurumsal yönetim alanında yayınlanmış dünya çapındaki çeşitli raporları, dünyadaki farklı kurumsal yönetim uygulamalarını, dünyadaki bazı kurumsal yönetim endeksi uygulamalarını ve ülkemizdeki kurumsal yönetim ve kurumsal yönetim endeksi uygulamalarını başlıklar halinde ayrıntılı bir biçimde işlenecektir.

### **2.1. Kurumsal Yönetim Mekanizmaları ve Sistemleri**

Bu başlıkta kurumsal yönetimin mekanizmaları ve kurumsal yönetimin geliştirilen çeşitli sistemleri ayrı başlıklar halinde gösterilecektir.

#### **2.1.1. Kurumsal Yönetim Mekanizmaları**

Kurumsal yönetim mekanizmaları, şirketin etkin bir şekilde faaliyet göstermesini sağlamak amacıyla tasarlanan çeşitli kontrol araçlarını ifade etmektedir. Bu kontrol araçlarının temel işlevi, yöneticilerin şirket amaçlarına ters düşmek pahasına bireysel çıkar odaklı davranışlarda bulunmasını önlemektir. Yönetim üzerinde kontrol, şirket içindeki düzenlemeleri ifade eden içsel kurumsal mekanizmalarıyla sağlanabileceği gibi, dışsal kurumsal yönetim mekanizmalarını ifade eden çeşitli piyasa güçleri tarafından da uygulanabilmektedir (Koçer, 2005:33).

Denetleyici yönetici ya da hissedarları mülksüzleştirmesini, engelleyen kurumsal yönetim mekanizmaları, şirket içi ve şirket dışı mekanizmalar olarak ikiye ayrılmaktadır. Yaygın olarak kullanılan şirket-içi mekanizmalar etkin yönetim kurulu, ortaklık yoğunlaşması ve uygun ücret politikalarıdır. Şirket dışı mekanizmaların başlıcaları ise şirketi düşmanca satın almaya yönelik tehditler, başarısız yöneticilerin iş bulmasını engelleyecek yönetsel iş gücü piyasası ve hissedar haklarını koruyan ve tanımlayan yasal kurallardır (Kula, 2006:33).

**Tablo 1. Kurumsal Yönetim Mekanizmalarının Kaynak Açısından Sınıflandırılması**

<b>Kurumsal Yönetim Mekanizmaları</b>	<b>Mekanizma Kaynağı</b>
Yönetim kurulu	Şirket-içi
Ortaklık yapısı	
Yöneticilerin ücreti	
Yatırımcı ilişkileri	
En iyi uygulama kodları	
Şirket satın alımları	Şirket-dışı
Yönetici piyasası	
Ürün piyasası	
Aktif hissedarlık	
Yasal sistem	

Kaynak: Kula, (2006:34)

#### **2.1.1.1. Şirket İçi Mekanizmalar**

Bu başlıkta Tablo 1.'deki şirket içi mekanizmaların önemli görülen konularını, daha geniş kapsamda ele alınmaya çalışılacaktır.

Yönetim kurulu ile ilgili kurumsal yönetim tedbirleri esas itibari ile yönetim kurulunun yapısı ve süreci ile ilişkilidir. Yönetim kurulu yapısı ise genel olarak yönetim kurulundaki üye sayısı, yönetim kurulu başkanının aynı zamanda CEO olup olmadığı ve üyelerin yönetimden bağımsız olup olmadığı gibi konuları ele alır (Kula, 2006:35).

Carati ve Rad, yönetim kurulunun en iyi kurumsal kontrol mekanizması olduğunu belirterek bu doğrultuda yönetim kurulu, şirketi düşmanca satın alma mekanizması ile büyük hissedarlar tarafınca kontrol mekanizmasının avantajlarını birleştirdiğini belirtmişlerdir (Carati ve Rad, 2000:69).

McKinsey'in iyi kurumsal yönetim uygulamalarına ilişkin şu tanımlamasında da vurgu genelde yönetim kurulu üzerindedir: Bağımsız yönetim kurulu üyelerinin çoğunluk olması, dış üyelerin gerçekten yönetimden bağımsız olması, üyelerin önemli hisseye sahip olması, üyelerin ödemelerinin önemli kısmının hisse ile ilgili olması, resmi üye

değerleme sisteminin olması, yönetim konularına değin yatırımcıların bilgi isteklerine hemen cevap verilmesi. Genel kabul, İngiltere’de kotalı şirketlerin 1993 sonrası uymak zorunda oldukları Cadbury Raporu’nda da belirtildiği gibi yönetim kurulu başkanı ile CEO’nun ayrı kişiler olması, yönetim kurulunda bağımsız üyelerin olması ve bağımsız üyelerden oluşan denetim ve aday gösterme komitelerinin olmasıdır (Kula, 2006:35).

Yönetim kurullarıyla ilgili ABD’de çalışılan öncelikli konular, kurulun bileşimi (board composition) ve yönetici tazminatlarıdır (executive compensation). Kurul bileşiminin karakteristikleriyle ilgili konular kurulun büyüklüğü ve yapısıyla alakalıdır. Bunlar; yönetim kurulu üyelerinin sayısı, dışsal (outsider) üyelerin oranı ve CEO ile kurul başkanlığının (chairperson) aynı kişide toplanıp toplanmadığıyla ilgili konulardır. Yönetici tazminatı (executive compensation) ile ilgili araştırmalar temel olarak yöneticilerin çıkarlarıyla hissedarların çıkarlarını uyumlaştıran metotların başarı derecesine dönük çalışmalardır (Kıyılar ve Belen, 2005:95).

İçsel kurumsal yönetim mekanizmalarından bir diğeri şirketlerin ortaklık yapısıdır. Şirketin sahiplik yapısı olarak da incelenebilecek bu mekanizma farklı açılardan ele alınabilmektedir. Bunlar: halka açık veya kapalı; devlet sahipliği veya özel sahiplik; yerli veya yabancı sahiplik; yönetsel sahiplik; kurumsal sahiplik; blok sahiplik gibi konulardır. Bilindiği gibi, ABD ve İngiliz sistemleri ağırlıklı olarak güçlü yasal korumaya dayanırken, Alman ve Japon sistemleri daha zayıf yasal koruma fakat daha yoğunlaşmış öz sermaye sahipliğiyle karakterize edilmekte ve bu ülkelerin hepsi iyi kurumsal yönetim sistemlerine sahip ülkeler olarak değerlendirilmektedir. İlave olarak, iyi kurumsal yönetim sistemlerinin, yatırımcıların yasal korunması ile sahiplik yoğunlaşmasının uygun bir kombinasyonundan geliştiği ifade edilmektedir. Dolayısıyla şirketlerin sahiplik yapısı kurumsal yönetimin en önemli unsurlarından birini oluşturmaktadır (Kıyılar ve Belen, 2005:95).

Üst yönetimin hak sahibi paydaşların çıkarını göz önüne alarak, stratejik karar ve yönetimlerini sağlamak için kullanılacak kurumsal yönetim mekanizmalarından bir tanesi de “yönetsel ücret ve teşvikler” dir. Buradaki temel nokta şudur: Eğer, yöneticilerin ücret ve teşvik sistemleri paydaşların çıkarına ve amaçlarına uygun olan stratejik faaliyetler ve amaçlarla bağlantılı olabilirse, bu takdirde üst yönetim kendi çıkarlarını da gerçekleştirmeye neden olabilecek bu faaliyetleri ve kararları kolaylıkla

verebilecek ve böylece hak sahibi paydaşların çıkarına uygun yönetim yapılabilecektir. Dolayısıyla, vekil yöneticilerin ödüllendirilmesi onların performanslarına göre değişken hale getirilerek bir kurumsal yönetim mekanizması olarak kullanılabilir (Ülgen ve Mirze, 2004:433).

Yılsonu faaliyet sonuçlarına göre hesaplanacak teşvik sistemleri, verilecek yıllık ücret ve ikramiyeler, yöneticilerin kısa dönemli amaç ve faaliyetlere odaklanmasına sebep olabilecektir. Bunun yanında yöneticilere hisse senetlerini, bugünkü fiyatlarla, gelecekte satın alabilme hakkı veren hisse senedi satın alma planları, yöneticilerin daha uzun dönemli amaçları düşünerek yönetim yapmalarını sağlayacaktır. İşletme amaçlarına uygun bir stratejik projenin tamamlanması sonucunda, o projeyi gerçekleştirenlere verilebilecek teşvikler, yine yöneticileri bu projenin oluşması için çaba sarf etmeye yönlendirecektir. Bu nedenle paydaş çıkarlarına ve amaçlarına uygun olarak belirlenecek üst yönetim ücret ve teşvik sistemleri yolu ile paydaşlar, üst yönetimi kontrol edebilir ve onları kendi amaçları doğrultusunda yönlendirebilirler (Ülgen ve Mirze, 2004:433).

En iyi uygulama kodları, literatürde yakın zamanda ortaya çıkan bir kurumsal yönetim mekanizmasıdır (Cuervo, 2002:85). Demirağ ve Solomon, ilk en iyi uygulama kodunun 1992’de yayımlanan Cadbury raporu olduğunu, takip eden yıllardaki uygulama kodlarının yalnızca ulusal boyutta değil global seviyede de yaygınlaştığını belirtmiştir (Demirağ ve Solomon, 2003:1).

Fremond ve Capaul’a göre, en iyi uygulama kodları mevcut yasal mevzuata ilişkin ve kurumsal çatıyı tamamlayan yararlı bir araçtır. Bu kodlar, kurumsal sorumluluk anlamında kendilerini rakiplerinden ayırt etmek isteyen şirketlerce yayımlanır. OECD ilkelerinden esinlenerek Brezilya, Hindistan, Polonya, Çek Cumhuriyeti, Malezya, Rusya ve Çin gibi birçok ülke ulusal bazda en iyi uygulama kodları yayımlamıştır. Bazı kodlar OECD ilkelerinin ötesine bile geçmiştir. Örneğin Brezilya’daki Nevo Mercado Borsasına koteli şirketler ile ilgili en iyi uygulama kodları, OECD ilkelerinde yer almamasına rağmen şirketlerin bir-hisse bir-oy kuralına uyan hisse çıkarmasını ister. Bunlar gelişmekte olan en iyi uygulama kodlarını geliştirmeye yönelik araçlardır. Bu kodlara uyum genelde gönüllüdür. Malezya ve Singapur’da sermaye piyasası kurumları şirketlerin yıllık raporlarında kodlara ne kadar uyduklarını belirtmelerini ya da kurumsal

yönetim hakkında ayrı bir rapor hazırlamaları istenmektedir. Hindistan ve Brezilya'daki kodlarda tavsiyelerin bazıları sermaye piyasası kurumlarınca kote için sonradan zorunlu hale getirilmiştir (Kula, 2006:39-40).

### **2.1.1.2. Şirket Dışı Mekanizmalar**

Bu başlıkta da tablodaki şirket dışı mekanizmaların önemli görülen konuları, daha geniş kapsamda ele alınmaya çalışılacaktır.

Şirket dışındaki menfaat sahiplerinin kurumsal yönetim açısından dikkate alınmaya başlaması, göreceli olarak yenidir. Önceleri şirketin dış çevre faktörü olarak değerlendirilen ve şirketin faaliyetlerini yerine getirmesini ve amaçlarına ulaşmasını zorlaştırıcı faktörler olarak kabul edilen bu grupların yönetilebilmesinin gündeme gelmesiyle şirket dışı menfaat sahipleri, şirket amaçlarının gerçekleştirilmesinin bir aracı olarak görülmeye başlamıştır (Özalp, 2001:11).

Koçer, şirket kontrolünü ele geçirme piyasasını, özellikle finansal açıdan başarısız olan işletmelerin mülkiyetinin el değiştirmesini sağlayan bir kurumsal yönetim mekanizması olarak tanımlamıştır. Bu mekanizmayla, başarılı şirketlerin kötü yönetilen şirketleri satın alarak ekonomik olarak etkin hale getireceği düşünülmektedir. Hisselerden sağlanan geri dönüş ve hissedar değerinin maksimizasyonu gibi performans göstergeleri tatmin edici düzeyde olmadığında, tepe yönetim şirketin satın alınması tehdidiyle karşılaşmaktadır. Böylece, şirket kontrol piyasası denetlenme işlevini yeterince yerine getirmeyen yönetim kurullarını ikame eden bir kurumsal yönetim mekanizması rolü oynamaktadır. Zira satın alma işlemi sonunda, satın alınan şirketin yöneticileri çoğunlukla işlerini kaybetmekte ve kişisel olarak zarara uğramaktadırlar. Yöneticiler için bu durumu önlemenin en kolay yolu ise şirketi güçlendirerek uzun dönemde rekabet üstünlüğü sağlamaktır (Koçer, 2005:46).

LaPorta, Lopez-de-Silanes, Shleifer ve Vishny, yasal sistemin temel nitelikte önemli bir kurumsal yönetim mekanizması olduğunu ileri sürmektedirler. Yazarlar özellikle, bir ülkenin yasalarının yatırımcı haklarını ne kadar koruduğunun ve bu yasaların ne kadar güçlendirilmiş olduğunun, o ülkedeki kurumsal yönetim ve şirket finansını geliştirme metodlarının en temel belirleyicileri olduklarını söylemektedirler. Bu temel fikir, ülkeler arasında değişen yasal rejimleri inceleyen bir araştırma alanı doğurmuştur. Bu



araştırmalar karşılaştırmalı kurumsal yönetim çalışmalarına yol açmaktadır. Farklı kurumsal yönetim sistemlerinin karşılaştırılması kaçınılmaz olarak belirli açık sorunlara yol açmaktadır: Tek bir “doğru” kurumsal yönetim sistemi var mıdır? Varsa, bu sistemin karakteristikleri, nelerdir ve bu yöne doğru bir yaklaşım gözlemliyor muyuz? şayet tek bir “doğru” kurumsal yönetim sistemi yoksa, ülkelerin veya firmaların hangi karakteristikleri bir sistemin kendileri için optimal olduğunu belirler? (Kıyılar ve Belen, 2005:95).

Ülgen ve Mirze, yönetici piyasası alanında yaptığı tanıtımda; her mal ve hizmetin olduğu gibi çalışanların hizmetlerini arz ettikleri ve işletmelerin de işgücü talebinde buldukları bir piyasa mevcut olduğunu dile getirmişlerdir. Üst düzey yöneticiler de bu piyasada belirli bir segment içinde bulunmaktadır. Bu pazarda başarılı yöneticiler her zaman iş bulabilmekte kendilerine talep olabilmektedir. İşlerinde başarısız olan yöneticiler ise fazlaca bir talebi olmamakta ve iş bulabilmekte zorluk çekmektedirler. Bu nedenle, işsizlik riskini azaltabilmek için üst düzey yöneticiler kendi pazarlarında oluşacak talepleri her zaman canlı tutmak isterler. Talebin en belirleyici faktörü ise yöneticilerin geçmişteki performanslarıdır. Bu nedenle her yönetici başarılı olmak ve kendisi için oluşabilecek talebi artırmak ister. Yönetici emek piyasası, üst yönetimi faaliyet sonuçları açısından kontrol edebilen ve pay sahipleri ve diğer paydaş grupların çıkarları ile uyumlu olan etkin bir yönetim mekanizmasıdır (Ülgen ve Mirze, 2004:434).

Koçer, sermaye piyasaları, şirket faaliyetlerinin denetlenmesi açısından önemli bir kurumsal yönetim mekanizmasını temsil ettiğini belirtmiştir. Zira şirketlerin finansman gereksinimlerini karşılamak üzere başvurdukları sermaye piyasalarının sağlıklı bir kurumsal yönetim ve kaliteli kurumsal yönetim uygulamalarına ilişkin beklentileri, şirketleri bu yönde teşvik edecektir. Öte yandan, adil, şeffaf, hesap verebilir ve sorumlu bir kurumsal yönetim anlayışını benimseyen şirketler, sermaye piyasalarında güvenilirliklerinin artmasıyla finansal kaynaklara daha kolay ulaşabilecektir. Küresel sermaye piyasasından yararlanmayı ve uzun vadeli sermaye çekmeyi amaçlayan ülkelerde, güvenilir kurumsal yönetim düzenlemelerinin geliştirilmesi gerekmektedir (Koçer, 2005:51).

### **2.1.2. Kurumsal Yönetim Sistemleri**

Bu başlıkta kurumsal yönetim sistemleri ayrıntılı halde gösterilecektir. Ancak, kurumsal yönetim sistemleri ile ilgili çalışmalar tarandığında, kurumsal yönetim sistemlerine ilişkin farklı sınıflandırmaların yapılmış olduğu görülmektedir. Örneğin; bilim adamlarının geneli kurumsal yönetim sistemlerini Anglo-Sakson Sistemi ve Kıta Avrupa'sı Sistemi olarak iki farklı biçimde ele almıştır. Weimer ve Pape'nin yapmış olduğu daha geniş perspektifli bir sınıflandırmaya göre ise, kurumsal yönetim sistemleri; Anglo Sakson, Alman, Latin ve Japon sistemleri olmak üzere dört grupta ele alınabilmektedir (Weimer ve Pape, 1999:155).

#### **2.1.2.1. Anglo Sakson Kurumsal Yönetim Sistemi**

Kurumsal yönetim ile ilgili kapsamlı düzenlemelerin İngiltere'deki Cadbury raporu ile başladığı kabul edilmektedir. Kurumsal yönetim düzenlemelerine diğer ülkelerden daha önce ihtiyaç duyulmasının nedeni, Anglo-Amerikan şirketlerinin sermayelerinin, Kıta Avrupa'sındaki şirketler ile kıyaslandıklarında çok büyük miktarlara ulaşmaları ve gelişmiş sermaye piyasalarının A.B.D. ve İngiltere'de oluşmalarıdır (Şehirli, 1999:2).

A.B.D. ve İngiltere'de şirketlerin halka açıklık oranı çok yüksektir, bu nedenle de hissedar sayısı fazla, hisse senedi yoğunluğu azdır (Ooghe ve Langhe, 2002:438). Çok sayıda dağılmış hissedar yapısı nedeni ile yönetimde söz sahibi etkin hissedarlardan bahsedilemez. Yatırımcıların şirketle ilişkilerinde kullandıkları başlıca araç finansal kurumlardır. Doğrudan şirketle temas içerisinde olmayan hissedarlar için bu modelde, şirket faaliyetleri hakkında bilgi sahibi olabilmeleri için, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ilkeleri son derece önem kazanmıştır. İzleyen bölümde incelenecek modelde olduğu gibi, bu modelde bankalar, şirket yönetimini yönlendiren bir etmen değil, yalnızca borç vermek yoluyla finansman sağlayan birer araçlardır. Anglo-Sakson kurumsal yönetim modeli, şirket yöneticileri, yönetim kurulu ve temsil sorunu üçgeninde şekillenir. Kurumsal yönetim ile ilgili ilk düzenlemelerin çıktığı bu modelde, düzenlemelerin ilki olan Cadbury Raporu'nda kurumsal yönetim "şirketin nasıl yönetileceğini ve denetleneceğini belirleyen sistem" olarak tanımlanmıştır (Doğan, 2007:84). Bu tanımdan da anlaşılacağı gibi bu sistem şirketin iç yapısına karar verme süreçlerine odaklanmıştır.

Bu model işletme üst yönetimi ile hissedarlar arasındaki ilişkilere dayalıdır. Bu sistemde kârlılık önemli bir faktör olduğu için yönetimin temel amacı hisse başına kârı artırmaktır (Tuzcu, 2003:4).

Bu sistemde, işletmelerin daha önceden belirlenmiş olan amaçlarını gerçekleştirmesi halinde toplumun ihtiyacı olan mal ve hizmetleri en iyi şekilde üretebileceğini savunmaktadır. Yöneticilerin topluma karşı sosyal sorumluluklarına odaklanması sonucu asıl olan amacına ulaşmasını engellediğini öne sürmektedir (Frienman, 1962:133).

Anglo Sakson sisteminde hissedarlar tarafından oluşturulan genel kurul, yönetim kurulu üyelerini seçmektedir. Yönetim kurulu, aynı zamanda, yönetim ve denetim fonksiyonlarını kendi bünyesinde toplamaktadır. Bu kurula bağlı bir denetim komitesi bulunmakla birlikte; firmanın faaliyetleri düzenli aralıklarla firma dışında, firma ile sözleşmeli olan ve genel kurulda belirlenen bağımsız bir denetçi tarafından kontrol edilmektedir. Bu denetim fonksiyonunun görevi mali tabloları inceleyerek firmanın faaliyetleri hakkında hissedarlara bilgi vermektir (Griffin, 1996: 221).

Anglo Sakson sisteminde anonim şirket, birçok sözleşmenin (hissedarlar arasında, hissedarlar ile yöneticiler arasında, hissedarlar ile denetçiler arasında gibi) bir araya gelmesi ve birbirleriyle bağlanması ile oluşan bir yapı olarak görülmektedir. Bu yapının merkezine de hissedarlar konulmakta ve firmanın amacı olarak hissedar değerinin maksimize edilmesi gösterilmektedir (Ireland, 1999:1).

Kurumsal yönetim sistemlerinin Anglo-Sakson modeli esas olarak iki ülkede- Büyük Britanya ve ABD- mevcuttur. Bununla birlikte, diğer İngilizce konuşan kültürlerde geliştirilmiş olan kurumsal yönetim modellerini de Anglo-Sakson Modelleri ailesine dahil etmek mümkündür. Mesela, Kanada, Avusturya, Yeni Zelanda, Singapur ve Büyük Britanya'nın eski ve mevcut kolonileri buna örnek olarak gösterilebilir. Bu modelin bilgisi kendi değerine ve dünya ekonomisine yapmış olduğu katkıya göre özel önem taşımaktadır. Bu model, şirketlerin hem pazar rekabeti, hem de hissedarlara geri dönüşlerin etkili olmasına odaklanmıştır. Global pazardaki önder konumlarını kesinleştirmek için bu şirketler, şöhret, inovasyon ve entelektüel sermayeye de (örneğin; ticari markalar, yazar hakları, patent ve dizayn) öncelik tanımaktadırlar (Ziolkowski, 2005:287).

### 2.1.2.2. Kıta Avrupası Kurumsal Yönetim Sistemi

La Porta ve arkadaşlarının çalışmasında, Kıta Avrupası, ya da Roma-Germen hukuk geleneği en eski ve en etkili hukuk sistemi olup dünyada en yaygın şekilde kullanılmaktadır. Bu gelenek, Roma hukukundan kaynaklanmış olup yasal düzenlemelerde yasaları temel araç olarak kullanır ve kuralları belirleyip formüle etmek için ağırlıklı olarak hukuk otoritelerine dayanır. Kıta Avrupası hukukunun üç alt kolundan birisi olan Fransız Kıta Avrupası Hukukundaki Ticaret Kanunu Napolyon zamanında 1807'de yazılmış olup ordularca Belçika'ya, Hollanda'ya Polonya'nın bir kısmına, İtalya ve Almanya'nın batı kısımlarına getirilmiştir. Koloni dönemlerinde Fransız hukuku etkisini, yakın doğuya, kuzey ve sub-saharan Afrika'ya ve Karayip adalarına kadar genişletmiştir. Bunun dışında Kıta Avrupası sisteminin Alman Kıta Avrupası ve İskandinav Kıta Avrupası olmak üzere iki kolu daha vardır (Kula, 2006:69).

Kıta Avrupası sistemi, anonim ortaklıkların idaresinde ve faaliyetlerinde kâr elde etme ve bu kârı pay sahiplerine dağıtma amacının yanında hissedar ve yöneticileri de kapsamak üzere bütün etkilenenlerin haklarını korumak, etkilenenlerin talep ve beklentilerinin karşılanması ve bu şekilde işletmenin paydaşları ile karşılıklı iletişimin sağlanmasını ifade etmektedir (Millstein, 1998:27).

Kıta Avrupası şirketlerinin halka açıklık oranı ve hissedarlarının sayısı Anglo Sakson şirketlerine göre daha azdır. Hissedarlarla şirket yöneticilerinin doğrudan ilişkilerine sık rastlanır. Hissedarların gücü fazladır. Hisse senetlerinin yoğunluğu fazladır ve büyük kısmı az sayıda hissedarın elinde toplanmıştır (La Porta ve diğ. 1999:501-502).

Kıta Avrupası sisteminde işletmeye dayalı olarak toplumun çıkarlarını korumak kurumsal yönetimin temel amacını oluşturmaktadır. Bu yaklaşımda kısa dönemde işletmenin faaliyetlerinden paydaşların çıkarlarını korumak yerine uzun dönemli işletme stratejilerinin uygulanması daha büyük önem taşımaktadır. Bu sistem hissedarlar kadar diğer bütün paydaşların çıkarlarını göz önünde bulundurmayı gerektirmektedir. Hissedarlar kadar işletmenin iç ve dış paydaşlarını dikkate alarak topluma karşı sosyal sorumluluklarını yerine getirmesi gerektiğini düşünür. Bu yaklaşım işletmelerin sadece kâr amacıyla kurulduğu görüşünü reddeder (Tuzcu, 2003:7).

Kıta Avrupası sisteminde bankalar önemli bir yere sahiptir. Şirketler genellikle büyük yatırımcılar ve bankalar tarafından finanse edilmektedir. Anglo Sakson sisteminden farklı olarak, Kıta Avrupası sisteminde bankalar şirketler özsermaye yoluyla finansman sağlamaktadırlar. Bu yönüyle bankalar, Anglo Sakson bankalarından daha fazla haklara sahiptirler (Shleifer ve Wishny 1997:772).

Kıta Avrupa'sı sisteminde, genel kurulda gözetim kurulu üyelerini, aynen Anglo Sakson sistemde olduğu gibi, hissedarlar seçmektedirler. Gözetim kurulu üyeleri de yürütme kurulunun üyelerini ve onların ücretlerini belirlemektedir. Bu sistem de bir kişinin hem gözetim hem de yürütme kurulu üyesi olması kural olarak mümkün değildir. Firmanın faaliyetlerine ilişkin stratejik kararlar, yürütme kurulu tarafından verilmektedir. Bununla birlikte yürütme kurulu, gözetim kurulunu firmanın politikaları, performansı ve yönetim şekli konularında bilgilendirmek zorundadır. Yürütme kurulu, ortaklık üzerinde önemli bir etki ortaya çıkaracak olaylar ve kararları da hemen gözetim kuruluna bildirmektedir. Yürütme kurulunun faaliyetlerini kontrol eden gözetim kurulunun her bir üyesinin, firmanın işleyişi ile ilgili bilgileri öğrenme ve belgeleri inceleme hakkı bulunmaktadır.

Firmanın yönetim ve denetim fonksiyonlarının tam olarak birbirinden ayrıldığı Kıta Avrupası sisteminde; yürütme kurulu, aldığı kararlarda gözetim kurulundan bağımsız olarak hareket etmektedir. Gözetim kurulunun firmanın yönetiminde aktif bir rolü bulunmamaktadır. Ancak, bazı temel kararlarda gözetim kurulunun onayının olması firmanın esas sözleşmesinde karara bağlanabilmektedir. Bununla birlikte, genel kurul gözetim kurulunun kontrol faaliyetlerinin bir destekleyicisi ve tamamlayıcısı olarak, kendi sorumluluğu altında ortaklığın hesaplarını inceleyecek bir denetçi de atayabilmektedir (Paslı, 2004: 40).

Kıta Avrupa'sı ülkelerinde ve Japonya'da şirketler, çıkarları birçok grubun, yatırımcıların, çalışanların, tedarikçilerin, müşterilerin ve yöneticilerin çıkarları ile bağlı olan kurumlardır. Ancak bu çıkarlar her grubun kendine özgü çıkarları ile belirlenemez. Alman ve Japon şirketlerinin uluslararası düzeyde kazandıkları başarıları bu şirketlerin onları yüksek kalitede üretim bileşenleri ile temin eden tedarikçileri ile güven ilişkisi kurmayı odak noktası haline getirmeleri ile bağlı olması bir şans gibi gözükmemektedir. Üstelik, bu şirketler diğer paydaşları danışma sürecine dahil etmekle ve aynı zamanda onların isteklerini dikkate almakla iyi ilişkiler geliştirmektedirler.

Almanya ve Japonya insan sermayesi (human capital) ve çalışanların şirketin faaliyetlerine katılımına önem gösteriyorlar. Bu ülkeler, insan sermayesi ve çalışan katılımını şirketin gelişimindeki önemli faktörler ve şirketin spesifik kaynakları olarak görmektedirler. Alman ve Japon sistemleri dominant hissedarların faaliyetleri ile karakterize edilebilir. Onların görevi, şirketin verimliliğini yükseltmek ve bütün paydaşların çıkarlarını uyumlaştırmaktır. Sonuç olarak şirketler sosyal ve toplumsal sorumlulukları olan sosyal kurumlar gibi anlaşılıyor. Sonuçta, şirketin kurumsal yönetim modelinin belirlenmesinde toplumunda çıkarları bulunmaktadır (Ziolkowski, 2005:321).

### 2.1.2.3. Weimer ve Pape'ye Göre Kurumsal Yönetim Sistemleri

Weimer ve Pape'nin kurumsal yönetim sistemlerine yönelik sınıflandırması, diğer sınıflandırmalarla karşılaştırıldığında, daha tanımlayıcı ve gerçek uygulamalarla daha fazla örtüştüğü görülmektedir. Daha önceden de belirtildiği üzere; Weimer ve Pape'ye göre kurumsal yönetim sistemleri; dört grupta ele alınabilmektedir. Söz konusu kurumsal yönetim sistemleri ve bu sistemleri uygulayan bazı ülkeler Tablo 2.'de sunulmaktadır (Öztürk ve Demirgüneş: 2005:121).

**Tablo 2. Kurumsal Yönetim Sistemleri ve Uygulandıkları Ülkeler**

<b>Kurumsal Yönetim Sistemi</b>	<b>Sistemin Uygulandığı Ülkeler</b>
ANGLO SAKSON	ABD İngiltere Kanada Avustralya
ALMAN	Almanya Hollanda İsveç İsviçre Avusturya Danimarka Norveç Finlandiya
LATİN	Fransa İspanya İtalya Belçika
JAPON	Japonya

Kaynak: Öztürk ve Demirgüneş (2005:121)

Belirtmek gerekir ki, Ghizzoni, dünyanın birçok farklı bölgesinde kurumsal yönetimin uygulanmasına yönelik çabalar sürdürdüğünü belirtmiştir. Ghizzoni çalışmasında Doğu Avrupa Ülkeleri, Balkan Ülkeleri ve Asya Ülkelerinin bir kısmı (Malezya, Singapur ve Pakistan ve benzeri gibi) kurumsal yönetim uygulamalarına uyum sağlamaya çalışmakta olduğunu dile getirmiştir. Arjantin, Meksika, Şili ve diğer bazı Latin Amerika ülkeleri kurumsal yönetim uygulamalarına uyum sürecinde oldukça başarısız olduğunu savunmaktadır. Orta Doğu'da bulunan Arap Ülkeleri, Afrika ve Orta Asya Ülkelerinde ise, kurumsal yönetim uygulamalarıyla şu sıralarda ilgilenmemekte olduğunu belirtmiştir. (Ghizzoni, 2003:7).

Weimer ve Pape, uygulanmakta olan kurumsal yönetim sistemlerinde ortak olan dokuz unsur tespit etmişler ve ele aldıkları dört farklı sistemi bu çerçevede değerlendirmişlerdir. Söz konusu unsurlar;

- Piyasanın yönelimi,
- Firma kavramı,
- Yönetim kurulunun yapısı,
- Yönetim kararları üzerinde etkili olan önemli çıkar grupları,
- Menkul kıymet borsalarının ekonomi içerisindeki önemi,
- İşletmeleri kontrol eden dışsal bir mekanizmanın varlığı/yokluğu ve etkinliği,
- Sahiplik yoğunluğu,
- Performansa dayalı ödüllendirme düzeyi ve
- Ekonomik ilişkilerin süresi

olarak sıralanmaktadır.

Weimer ve Pape tarafından ortaya konulan ortak dokuz unsur Tablo 3.'de Anglo-Sakson, Alman, Latin ve Japon sistemleri ile ilişkilendirilmektedir (Weimer ve Pape, 1999:152-154).

**Tablo 3. Kurumsal Yönetim Unsurları ve Sistemleri Arasındaki İlişkiler**

UNSUR	ANGLOSAKSON SİSTEMİ	ALMAN SİSTEMİ	LATİN SİSTEMİ	JAPON SİSTEMİ
<i>Yönelim</i>	Piyasa Yönelimli	Ağ Yönelimli	Ağ Yönelimli	Ağ Yönelimli
<i>Firma Kavramı</i>	Aracı Firma	Kurumsal Firma	Kurumsal Firma	Kurumsal Firma
<i>Yönetim Kurulunun Yapısı</i>	Tek Fonksiyonlu	İki Fonksiyonlu	İki Fonksiyonlu	Tek Fonksiyonlu
<i>Önemli Çıkar Grupları</i>	Hissedarlar	Bankalar, Çalışanlar	Holginler, Hükümer, Aileler	Yerel Bankalar, Çalışanlar
<i>Menkul Kıymet Borsalarının Önem Derecesi</i>	Yüksek	Orta Seviyede / Yüksek	Orta Seviyede	Yüksek
<i>Kontrol Mekanizmasının Etkinliği</i>	Etkin	Etkin değil	Etkin değil	Etkin değil
<i>Sahiplik Yoğunluğu</i>	Düşük	Orta Seviye / Yüksek	Yüksek	Düşük / Orta Seviyede
<i>Performansa Dayalı Ödüllendirme Sistemi</i>	Yüksek	Düşük	Orta Seviye	Düşük
<i>Ekonomik İlişkilerin Süresi</i>	Kısa Vadeli	Uzun Vadeli	Uzun Vadeli	Uzun Vadeli

Kaynak: Weimer ve Pape, (1999, 153–154)

#### 2.1.2.4. Kurumsal Yönetim Sistemlerinin Karşılaştırılması

Kurumsal yönetim sistemlerini bir birinden ayıran çeşitli unsurlar bulunmaktadır. Bu bölümde kurumsal yönetim modelleri, özellikle yönetim kurulu yapıları, mülkiyet yapıları, denetim mekanizmaları, şirkete yaklaşımları perspektifinden karşılaştırma yapılacaktır. Ancak karşılaştırmaya konu olan kurumsal yönetim sistemlerinden üzerinde durulacak olan iki sistem genelde Anglo Sakson ve Kıta Avrupası sistemidir.

#### Yönetim kurulu yapıları açısından

Anglo-Sakson sisteminde tek kademeli (one-tier) yönetim kurulu yapısı bulunmaktadır. Bu modelde pay sahipleri tarafından oluşturulan genel kurul, yönetim kurulu üyelerini seçmekte ve bu üyelerin oluşturduğu kurul (board of directors), hem yönetim hem de gözetim fonksiyonlarını içinde barındırmaktadır (Euroshareholders Guidelinedes, 1996:7). Bu kurul dışında ortaklık organı olan ayrı bir denetim kurulu bulunmamakta



ancak ortaklığın işleyişi düzenli aralıklarla ortaklı dışındaki, ortaklıkla sözleşmesel bir ilişki içinde bulunan ve genel kurulda belirlenen bağımsız bir denetçi tarafından kontrol edilmektedir. Bu denetçinin esas görevi, mali tabloları ve raporları denetleyerek, ortaklığın mali durumuyla ilgili olarak pay sahiplerini bilgilendirmek ve onlara tavsiyelerde bulunmaktır (Griffin, 1996:221).

Bu sistemde kanuni bir zorunluluk bulunmamasına rağmen, görevlerini daha verimli bir şekilde yerine getirebilmek için yönetim kurulu üyeleri icradan sorumlu olanlar (executive director) ve olmayanlar (non-executive director) şeklinde ikiye ayrılırlar. Ortaklığın günlük işleyişinde rol oynayan icradan sorumlu olan üyeler, diğer üyelere işleyişi ile ilgili düzenli rapor vermek zorundadırlar. İcradan sorumlu olmayan üyeler ise işletme örgütü tarafından yapılan işleri kontrol eder, gözetler ve gerektiğinde tavsiyelerde bulunurlar.

Kıta Avrupası modelinde ise, iki kademeli (two-tier) yönetim kurulu yapısı karşımıza çıkmaktadır. Burada “yürütme kurulu” (management board) ve “gözetim kurulu” (supervisory board) olarak adlandırılacak iki ayrı organ bulunmaktadır. Anglo-Sakson sisteminde olduğu gibi hisse sahiplerinin oluşturduğu genel kurulu, gözetim kurulu üyelerini seçer. Gözetim kurulu da yürütme kurulunun üyelerini ve onların ücretlerini belirler. Bir kişinin hem gözetim hem de yürütme kurulunun üyesi olması, kural olarak mümkün değildir. Ortaklığın günlük işleyişini, yürütme kurulu idare eder ve düzenli olarak gözetim kuruluna görev verir. Ortaklığın stratejik kararlarını verme görevini yürütme kurulu yerine getirir. Bununla birlikte yürütme kurulu, gözetim kurulunu işletme politikaları, ortaklığın performansı ve işletmenin idaresi konularında bilgilendirmek zorundadır (Paslı, 2005:54-55).

### **Mülkiyet yapıları açısından**

Bu iki ayrı hukuk sisteminin içerdiği kuralların ve/veya bu sistemlerin uygulandığı ülkelerin sosyo-ekonomik şartlarının değişik olması sebebiyle, bu ülkelerdeki anonim ortakların hisse sahipliği yapıları da birbirinden farklıdır. Şöyle ki, Anglo-Sakson sisteminde payların mülkiyetini elinde bulunduranlar, geniş bir alana yayılmış durumdadırlar. Zira bu ülkelerdeki sermaye piyasaları çok gelişmiş durumdadır. Buradaki şirketler, zaten geniş bir halk kesiminden fon toplayarak veya fon toplama amacıyla kuruldukları ve ülkelerin şartları buna müsait olduğu için, bunlarda yaygın bir

mülkiyet göze çarpmaktadır. Bu sistemdeki anonim ortaklıkların birçoğu, halka açık olduğu gibi, bunların halka açıklık oranları da yüksektir. Anglo- Sakson sistemindeki yaygın mülkiyet yapısına karşılık hem Almanya hem de diğer Kıta Avrupa'sı ülkelerinde daha konsantre, toplu bir mülkiyet yapısı bulunmaktadır. Özellikle banka hakimiyetinin görüldüğü buradaki şirketlerde pay sahiplerinin pay oranları daha yüksektir (Pashı, 2005:57-58).

### **Denetim mekanizmaları açısından**

Anonim ortaklık yönetim performanslarının denetim ve kontrolünün hangi mekanizmalar aracılığıyla sağlandığı, bir başka deyişle sistemlerin dayandıkları temel unsurlar açısından da karşılaştırmalı bir inceleme yapılmalıdır. Hisse senedi kültürünün çok gelişmiş olduğu, derin ve etkin sermaye piyasalarına sahip Anglo-Sakson ülkelerinde etkili bir sermaye piyasası kontrolü dikkati çekmektedir. Ortaklık işleyişinin disipline edilmesinde, menfaat ihtilaflarının çözümlenmesinde ve yönetimin performans düşüklüğünün önlenmesinde sermaye piyasaları önemli bir rol oynamaktadırlar.

Özellikle sermaye piyasası eksenli yani şirketin dışından kaynaklanan bir denetim sistemine sahip olduğu için Anglo Sakson sistemi, denetim mekanizmaları açısından “dışsal” (outsider-external) ve ya “piyasa temelli” (market based) sistemi olarak adlandırılmaktadır. Bunun yanında bu sistemde anonim ortaklık denetimi, esas itibariyle işleyişin dışında kalan kişiler tarafından icra edildiği için, bu kişilerin gerekli ve doğru bilgilere zamanında ulaşmaları, sistemin işlemesi için zaruridir (Pashı, 2005:59-62).

Kıta Avrupa'sı sisteminde ise esasen ortaklık denetimi, ortaklığın kendi içerisinde yer alan mekanizmalar sayesinde yapılır. Bunda iki önemli araç rol oynamaktadır; iki kademeli yönetim kurulu yapısı ve bankalar. Kıta Avrupası sistemini uygulayan ülkelerde hissedarlar, özellikle de bankalar, hoşnutsuzluklarını paylarını satarak ortaklıktan ayrılmak yerine, bilhassa oy haklarını kullanarak, yapılmış olan idari hatanın düzeltilmesi yönünde çabalayarak göstermektedirler. Diğer bir taraftan, sermaye piyasası mekanizmaları tarafından denetimin nispeten az olduğu Kıta Avrupa'sı sistemi, denetim yapısının şirket işleyişi içerisine dahil olan unsurlara dayanması sebebiyle “içsel” (insider-internal) sistem olarak da isimlendirilmektedir (Pashı, 2005:62-63).

## **Anonim ortaklığa yaklaşım açısından**

Anglo-Sakson sisteminde şirket, birçok sözleşmenin (hissedarlar arasında, hissedarlar ile yöneticiler arasında, hissedarlar ile denetçiler arasında, vb.) bir araya gelmesi ve birbiriyle bağlanması ile (nexus of contracts) oluşan bir yapı olarak görülmektedir. Bu yapının merkezine de hissedar konulmakta ve ortaklığın amacı olarak “hissedar değeri”nin (shareholder value) maksimize edilmesi gösterilmektedir. Şirket yöneticilerinin de bu amaç doğrultusunda hareket etmeleri ve hissedarların hem kar payı hem de ortaklık hisse senedinin piyasa değerinin artması anlamında toplam kazançlarının en üst seviyeye ulaşması için çaba göstermeleri gerekmektedir. Bu sistemde de, kurumsal yönetim anlayışının bir gereği olarak hissedarlar dışındaki ilgililerin de menfaatlerinin ortaklık yönetiminde, karar alma sürecinde dikkate alınması gerektiği belirtilmekte, ancak şirketin vazgeçilmez ve öncelikli hedefi olarak hissedarlık değerinin en üst seviyeye getirilmesi üzerinde odaklanılmaktadır. Şirket yöneticilerinin başarılı olup olmadıkları hususunda yapılan değerlendirmede de, hissedarlık değerinin ulaştığı nokta esas alınmaktadır.

Kıta Avrupa’sı sisteminde ise anonim ortaklık, sadece hissedarların maddi menfaatlerini düşünerek, pay sahipliği değerini ön plana alarak değil aynı zamanda işçiler, alacaklılar, üreticiler, müşteriler (tüketiciler), vergi makamları gibi diğer ilgililerin de menfaatleri doğrultusunda faaliyette bulunan bir kurum olarak ele alınmaktadır. Anonim şirketler, bilindiği gibi kâr elde edip, bu kârı ortakları arasında paylaşmak amacı ile kurulurlar. Bu sistemdeki şirketler de tabii ki, kar elde etme amacına yönelik kuruluşlardır. Ancak bu ülkelerdeki anonim şirketlerin ve özellikle büyük ve halka açık olanlarının, sosyal beklentileri de tatmin etme gibi bir misyonu da yükledikleri görülmektedir (Pashı, 2005:64-66).

## **2.2. Kurumsal Yönetim Alanında Yayınlanan Raporlar**

### **2.2.1. Cadbury Raporu**

Cadbury Raporu, yani resmi olarak, “Kurumsal Yönetimin Finansal Yönleri Komitesi Raporu” (The Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance’) olarak isimlendirilen, 1992’nin Aralık ayında Cadbury Komitesinin önerileri ile yayımlanmıştır. 1991 yılının Mayıs ayında Finansal Raporlama Konseyi

(Financial Reporting Council), Londra Menkul Kıymetler Borsası (London Stock Exchange) ve muhasebe uzmanları tarafından kurulan komite, 1980’li yıllarda Birleşik Krallık şirketlerinde ortaya çıkan finansal krizin, şirketlerin yayınladıkları finansal raporların kalitesinin, yatırımcıların güveninin azalmasına sebep olduğunu ortaya çıkarmıştır.

Böylece, Komite, Birleşik Krallık şirketlerinin uyması için “en iyi uygulama kodları”nı yayımlamıştır. Özellikle, komite şirketlerin rapor ve hesaplarında kodların her bir maddesine uyup uymadıklarına dair bir resmi ifade bulunmasını tavsiye etmiştir. Buna göre, şirketlerin bu kodlara uymayacakları takdirde de neden uymadıklarını belirten bir yazı bulunması gerekir. Ayrıca komite şirketlerin yıllık raporlarını yayınlamadan önce denetçi firmanın incelemesinde geçmesini tavsiye etmekteydi (Manifest, 2007:1).

Komitenin hazırladığı rapor, İngiltere için önemli olduğu kadar, diğer ülkelerdeki kurumsal yönetim uygulamaları açısından da önemli bir örnek niteliğindedir. Örneğin Türkiye’de SPK tarafından yapılan kurumsal yönetim düzenlemelerine model oluşturduğu görülmektedir (Doğan, 2007:57).

“En iyi uygulama kodları”nın hükümleri öncelikle, Yönetim Kurulunun bileşimi, icradan sorumlu olmayan yöneticilerin ataması ve bağımsızlığı, hizmet sözleşmeleri ve icradan sorumlu yöneticilerin ücretlerinin ödenmesi ve şirketin finansal raporlaması ve denetimi üzerine odaklanmaktadır.

Yapılmış bazı ana tavsiyeler şunlardır (Manifest, 2007:1):

- İcradan sorumlu olmayan (non-executive) yöneticilerin çoğu yönetimden bağımsız olmalı ve şirketle iş ilişkisi veya herhangi başka ilişkisi bulunmamalıdır.
- İcradan sorumlu olmayan (non-executive) yöneticiler, belirli dönemler için görevlendirilmelidirler.
- Hizmet sözleşmesi üç yılı geçmemelidir.
- Yöneticilerin emeklerinin karşılığının verilmesi tamamen ya da büyük oranda, icradan sorumlu olmayan (non-executive) yöneticilerden oluşan Ücretlendirme Komitesinin tavsiyelerine bağlı olmalıdır.

- En az üç icradan sorumlu olmayan (non-executive) yöneticiden oluşan Denetim Komitesi oluşturulmalıdır.

Kurumsal yatırımcıların ellerinde bulundurdukları büyük oy gücünün, şirketin kurumsal yönetim ilkelerinin belirlenmesinde sahip olduğu büyük öneme dikkat çekilmiş ve kurumsal yatırımcıların,

- Şirket yönetimi ile şirket stratejileri, performans, kurul üyelikleri ve yönetim kalitesi konusunda görüş alışverişinde bulunmaları,
- Geçerli bir neden olmadıkça oylarını mevcut yönetim lehine kullanmaları,
- Yönetim kurulunun bileşiminin belirlenmesinde güç dengesini gözeterek, deneyimli bağımsız üyelerin belirlenmesi konusunda olumlu katkılarda bulunmaları

gerektiği ifade edilmiş, ayrıca oy kullanma konusunda izledikleri politikalarını açıklamaları tavsiye edilmiştir (Doğan, 2007:60).

### **2.2.2. Greenbury Raporu**

1990'lı yıllar boyunca, yatırımcılar ve kamuoyu için, yöneticilerin emeklerinin karşılığının ödenmesi temel sorun haline gelmişti. Özellikle, özelleştirilmiş endüstrilerde yöneticilerin gelir seviyesi artmakta ve ücretlendirme paketlerinin yöneticilerin daha iyi performans göstermesine bir etkisi olmamaktaydı. Bunun sonucunda, yöneticilerin emeklerinin karşılığıyla ilgili kurumsal yönetim sorunlarını daha titiz bir şekilde ele alınması gerektiği kabul edildi. Bu, Greenbury Komitesinin oluşturulmasına öncülük etti. Komitenin bulguları, yönetici emeklerinin karşılığını almada en iyi uygulama kodu (A Code of Best Practice on Director's Remuneration) olan Greenbury raporunda belgelendi.

Esas itibariyle, raporda aşağıda gösterilen dört temel konu ele alınmıştır.

- Ücretlendirme Komitesinin CEO ve diğer yöneticilerin ücretlendirme paketlerinin düzenlemedeki rolü.
- Yöneticilerin ücretleri ve bunun pay sahiplerinin onayını alıp-almayacağı ilişkin pay sahiplerinin ihtiyacı doğrultusundaki gereken açıklık seviyesi.

- Yöneticilerin ücretlendirme politikasının belirlenmesindeki belirli rehber.
- Arzu edilmeyen bir performansa göre şirketin yöneticilerinin işten çıkarılması sonucu oluşacak tazminatla ilgili hizmet sözleşmesi.

Cadbury Kodunda olduğu gibi, Greenbury Kodunda da yöneticilerin, emeklerinin karşılığının belirlenmesi için, Ücretlendirme (emeklerinin karşılığının verilmesi) Komitesi'nin (Remuneration Committee) icradan sorumlu olmayan (nonexecutive) yöneticilerden oluşması gerektiğini tavsiye etmiştir. Ayrıca, Cadbury'den farklı olarak Greenbury hizmet sözleşmelerinin 3 yıl değil 12 aylık dönem ile sınırlandırılmasını belirtmiştir (Manifest, 2007:1-2).

Yöneticilerin işlerini kaybetmeleri durumunda kendilerine ödenecek tazminat ile ilgili düzenlemelerin de yer aldığı raporda, tazminatların kamuoyunun dikkatini çeken bir konu olduğu, bazı durumlardan başarısızlığından dolayı görevden alınan yöneticilere ödenen tazminatların “başarısızlığın ödüllendirilmesi” anlamına gelebildiği ifade edilmektedir. Görevine sözleşme süresinden önce son verilen yöneticiye uğradığı zararın bedeli olarak kalan görev süresi boyunca alacağı maaşın tazminat olarak ödenmesi gerekmektedir. Hem çok büyük miktarlara ulaşabilecek tazminat ödemelerinin önüne geçilebilmesi, hem de sözleşme koşullarının esnekliğini arttırmak için yöneticilere yapılan hizmet sözleşmesinin birer yıllık dönemler için yapılması, bazı durumlarda iki yıllık sözleşmeler yapılabileceği, ancak iki yıldan daha uzun süreli sözleşmelerden olabildiğince kaçınılması önerilmektedir. Raporda, yöneticilere yapılacak ödemeleri belirlemek görevli komite, sözleşme süresi dolmadan görevine son verilen yöneticileri belirli aralıklarla izleme ve yeni bir iş buldukları halde ödenen tazminatın kesilmesini sağlama görevlerinin olduğu da belirtilmektedir (Doğan, 2007:62-63).

### **2.2.3. Hampel Raporu**

Hampel Komitesi, daha önce Cadbury ve Greenbury komitelerince yayımlanan tavsiyeleri gözden geçirmek ve yenilemek için oluşturulmuştur ve “Hampel Raporu” olarak bilinen raporu yayımlamışlardır. Sonuç rapor iyi yönetim (good governance) ilkeleri üzerinde durmuştur. Bunun nedeni şirketler üzerindeki zorunlu olan ağır yükü azaltarak esnek kurallar oluşturup tüm şirketlere uygun hale getirmektir. İyi kurumsal

yönetimin büyük oranda her bir şirketin özel durumuna bağlı olduğu belirtilmekteydi. İlkeler üzerinde vurgu yapılan bu husus daha sonra Bileşik Kod'da yerini almıştır (Manifest: 2004:2).

Komitenin temel amaçları Cadbury kodunun yenilenmesi, karara varılamamış Greenbury meselelerinin çözülmesi ve Birleşik Krallıkta en iyi uygulama kodları ve diğer rehberlere ilişkin karışıklıklara son vermek amacıyla evrensel bir kod oluşturmaktı. Hampel Komitesi aynı zamanda "Cadbury II" olarak da bilinmektedir. Cadbury I ile karşılaştırılacak olursa Hampel Komitesi, iş dünyasının içinden olan kişilerden oluşmaktaydı (Döner, 2004:18).

Bu raporda kurumsal yönetim vekalet teorisi çerçevesinden ele alınmıştır. Kurumsal yönetimi de hisse sahiplerine uzun dönemli fayda sağlamak açısından bir fırsat olduğunu ve bunun şirketin temel amacı olması gerektiğini belirtmektedir. Bu bakış açısı, Cadbury ve Greenbury'deki gibi işletmenin kendisine emanet edilen otoritenin bunu kötüye kullanmasını engellemeyi amaçlayan kurallardan farklı bir gelişme olmuştur.

Bir diğer anahtar gelişme de hesap verebilirlik ve denetim alanında olmuştur. Yönetim kurulu iç kontrolün güvenilirliğini sürdürmeden sorumlu tutulmuştu. Bu şekilde pay sahiplerin yatırımlarını güvence altına almak mümkün olacaktı. Bununla beraber, yönetim kurulu denetimin etkinliği konusunda rapor vermek zorunda da değildi. Diğer bir taraftan ise yönetim kurulu risk yönetiminden tüm yönü ile sorumlu olacaktı (Manifest, 2004:2).

Hampel Raporu'nda giriş kısmında önceki iki raporun kısa bir değerlendirmesi yapılmıştır. Raporda hissedarların,

- Kendi hesabına yatırım yapan bireysel yatırımcılardan büyük miktarda fonları yöneten kurumsal yatırımcılara kadar, hepsinin rekabetçi bir ortamda ve birbirlerini denetleyen bir yapı içinde oldukları,
- Serbestçe hisse senedi almak ve satmak hakkına sahip oldukları ve bu haklarından feragat edemeyecekleri,

- Şirketin stratejilerini, performansını ve yönetim uygulamalarını izlemeleri ve bir bütünlük içerisinde yönetim kurulunun hesap verilebilirliğinin sürekliliğini sağlamaları gerektiği,
- Hissedarların ve yöneticilerin farklı görev ve yetkilere sahip oldukları, birbirlerinin yerine ikamet edilemeyecekleri

ifade edilmektedir. Ayrıca, Cadbury raporunda kurumsal yatırımcılar ile ilgili düzenlemelerle uyumlu ilkelere de yer verilmiştir (Doğan, 2007:63-64).

Böckli'ye göre denetim komitesi, doğru ve tartışmasız bir olgu olmakla birlikte, yönetim kurulu başkanının da mutlaka ödüllendirme ve aday gösterme komitelerine dahil edilmesi gerekmektedir. Şu kadar ki, kendi ücret ve tazminatının veya kendisine yöneltilmiş menfaat çalışmasına ilişkin şikayetin görüşüldüğü toplantılara katılması mümkün değildir. (Böckli, 2002:709).

Hampel Raporu, Cadbury ve Greenbury Raporları'nın birleştirilmesi ve güncelleştirilmesi sonucu ortaya çıkan bir metin olmasının yanında, uygulamada karşılaşılan sorunlara çözümler önermesi ve önceki iki raporda üstü kapalı biçimde düzenlenen bazı konuları somut hale getirmesi dolayısıyla uygulamalara yön veren önemli bir metindir (Doğan, 2007:67).

#### **2.2.4. Birleşik Kod**

Birleşik Kod daha önce yayımlanan Cadbury, Greenbury ve Hampel raporları konsolide edilerek oluşturulmuştur. Bu kod 1998'de oluşturulmuş daha sonra ise Higgs raporunun yayımlanmasının ardından 2003'de tekrar revize edilmiştir. Kod iki bölüme ayrılmıştır. Birinci bölüm en iyi uygulama kodlarını ve şirketlere sağladığı faydayı ele almış, ikinci bölüm ise aynı şeyi pay sahiplerine uygulamıştır. Kodun kararları zorunlu kılınmamıştır.

Kodun birinci bölümü kapsamlı konu başlıklarına sahiptir; bunlar Yönetim Kurulu'nun yapısı ve çalışması, yönetici gelirleri, pay sahipleriyle ilişkiler, bilgi sağlama, hesap verilebilirlik ve denetimdir. Kod tüm şirketlere uygulanabilecek esneklikte hazırlanmış prensip ve bilgileri içeriyordu.



Kodun ikinci bölümü daha kısaydı ve pay sahiplerinin oy kullanımı, şirketle olan diyalogu ve yönetim açıklamalarının değerlendirilmesini içeriyordu. Özellikle, iyi diyalogun ve karşılıklı anlayışın sürdürülmesindeki sorumluluğun şirket ve onun kurumsal yatırımcılara ait olduğu belirtiliyordu (Manifest, 2003:3).

### **2.2.5. OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri**

OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri, 27-28 Nisan 1998 tarihlerinde bakanlar düzeyinde gerçekleştirilen OECD Konseyi toplantısında hükümetler, ilgili diğer uluslar arası kuruluş ve özel sektör temsilcileri ile birlikte, kurumsal yönetim ile ilgili standartlar ve yol gösterici ilkelerin geliştirilmesi önerisi üzerine hazırlanmıştır. Düzenlenen toplantıda Kurumsal Yönetim Görev Gücü adı verilen bir grup kurulmuş ve bu grup tarafından hazırlanan ilkeler, 26-27 Mayıs 1999 tarihlerinde düzenlenen bir yıl sonraki toplantıda kabul edilmiştir (Doğan, 2007:67).

OECD'nin kurumsal yönetim ile ilgili çalışmalarının özel nedenleri arasında 1997 yılında meydana gelen ve Rusya ve Brezilya'ya sıçrayarak genişleyen küresel finansal krizlerin etkisi yadsınamaz. Küresel finansal krizlerin doğmasında, sermaye piyasalarındaki düzenlemelerin zayıflığı ile birlikte yatırımcıların korunmasında karşılaşılan sistematik başarısızlıkların sonucunda oluşan güvensizliğin önemli ölçüde etkisi olduğu ifade edilmektedir (Gregory, 2000).

1999 yılından sonra bu ilkeler revize edilerek 2004 yılında tekrar yayınlanmıştır. Son haliyle OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri iki bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde sunulan ilkeler altı alanı kapsamaktadır. İkinci bölümde de, ilkelerin genel yapısının anlaşılmasına yardımcı olmayı amaçlayan açıklayıcı notlar yer almaktadır. Notlar, Kurumsal Yönetim İlkelerini daha işlevsel hale getirmek için yararlı olabilecek temel eğilimlere ilişkin açıklamaları, seçenekleri ve örnekleri içermektedir (OECD, 2004:14).

Birinci bölümün alanları ve ana içerikleri ise aşağıdaki şekildedir (TKYD, 2005:12-20):

#### **I. Etkin kurumsal yönetim çerçevesi temelinin tesisi**

Kurumsal yönetim, şeffaflığı ve etkin piyasa disiplini teşvik etmeli, kanunlara uygun olmalı ve farklı denetim, düzenleme ve yürütme yapıları arasında sorumluluk dağılımını açıkça yapmalı

## **II. Hissedar hakları ve temel sahiplik işlevleri**

Kurumsal yönetim, hissedarların haklarını korumalı ve bu hakların kullanılabilmesini kolaylaştırmalıdır.

## **III. Hissedarların adil muamele görmesi**

Kurumsal yönetim çerçevesi, azınlık ve yabancı hissedarlar da dahil, bütün hissedarlara eşit muamele yapılmasını güvence altına almalıdır. Bütün hissedarlar haklarının ihlali halinde yeterli bir telafi ya da tazminat elde etme imkânına sahip olmalıdır.

## **IV. Kurumsal yönetimde paydaşların rolü**

Kurumsal yönetim, menfaat sahiplerinin haklarını yasalarda veya ikili anlaşmalarda belirtilen şekilde tanımalı, servet ve yeni iş alanları yaratmada şirketler ile paydaşlar arasında etkin işbirliğini ve gücü olan işletmelerin yaşamasını teşvik etmelidir.

## **V. Kamuya duyuru yapma ve şeffaflık**

Kurumsal yönetim, şirketin mali durumu, performansı, mülkiyeti ve idaresi dahil olmak üzere şirketle ilgili bütün maddi konularda doğru ve zamanında açıklama yapılmasını sağlamalıdır.

## **VI. Yönetim kurulunun sorumlulukları**

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

### **2.2.6. Sarbanes-Oxley Yasası**

Enron skandalından sonra yatırımcıların sermaye piyasasına olan güvenleri büyük ölçüde sarsılmıştır. ABD'de yatırımcılar açısından oluşan bu olumsuz ortamı iyileştirmek ve sermaye piyasasına olan güveni artırmak amacıyla çalışmalar başlatılmıştır. Senatör Sarbanes Oxley tarafından hazırlanan ve bu isimle anılan yasa Temmuz 2002'de kabul edilerek yayımlanmıştır. İlgili yasa; yatırımcıların daha doğru bilgilendirilmesini sağlamak, yatırımcıların haklarını korumak, bu noktada şirket yönetiminin sorumluluğunu arttırmak denetim komitesinin gözetim ve denetim

sorumluluğunu geliştirmek ve denetçilerin şirket yönetiminden bağımsızlığını sağlamak gibi amaçlar edinmiştir (Uyar, 2004:15).

Sarbanes – Oxley Yasası, hem şirketlerin sorumluluğu, hem de mesleki düzeyde kamusal sorumluluk açasından önemli dönüşümleri başlatmış, yeni bir kamuya açıklama rejiminin çerçevesini çizmiştir (Zabrosky, 2003:26).

Kurumsal yönetimin güçlendirilmesi, kurumsal yönetimi oluşturan ve/veya bu yönetime etki eden unsurlarla şirket ilişkilerinin yeniden tanımlanması, bu ilişkilerde şeffaflığın sağlanması, kamuoyunun daha iyi bilgilendirilmesi ve sistemin daha denetlenebilir hale getirilmesi Kanun’un temel hedefleridir. Sarbanes-Oxley Kanunu’nun amacı, şirketlerin sermaye piyasası mevzuatı veya diğer nedenlerle halka yapacakları açıklamaların doğruluğunu ve güvenilirliğini artırmak suretiyle yatırımcıları korumak olarak belirlenmiştir. Bu amaç çerçevesinde genel olarak şu konularda düzenlemeler yapılmıştır (Güngör, 2003:11):

- Finansal raporlama konusunda yeni yükümlölükler getirilmiş,
- Kurumsal yönetim ile ilgili konularda yeni bir ceza hukuku yaratılmış,
- Halka Açık şirketler Muhasebe Gözetim Kurulu (PCAOB – Public Company Accounting Oversight Board) oluşturulmuş,
- Denetim komitelerinin rolü ve bağımsızlığı güçlendirilmiş,
- Denetçi bağımsızlığı ile ilgili olarak yeni bazı kısıtlamalar getirilmiştir.

Sarbanes-Oxley Yasası, şirket yönetiminde önemli sayılabilecek değişikliklere neden olabilecek düzenlemeler getirmiştir. Bu yasa ile şirket yönetimi açasından meydana gelen değişiklikler (Mitra ve diğ., 2005:22-25):

- Üst düzey yöneticilerinin denetim fonksiyonuna daha fazla önem vermelerinin sağlanması,
- Yönetim kurulunun güçlendirilmesi, bağımsızlığının arttırılması ve CEO yetkilerinin bir kısmının yönetim kuruluna devredilmesi,
- İcraacı olmayan yönetim kurulu üyelerine olan gereksinimin, verilen önemin artması

- Bilişim teknolojilerinin şirket yönetiminde artan önemi,
- İçeriden bilgi alanların ticaretinin engellenmesi ve dışarıya bilgi sızdırılmasının engellenmesine yönelik etkin önlemler alınması

olarak özetlenebilir.

### **2.3. Dünya Ülkelerinde Kurumsal Yönetim Uygulamaları**

Bu başlık altında Türkiye dışındaki diğer dünya ülkelerinde kurumsal yönetim uygulamaları incelenecek ve varsa o ülkedeki kurumsal yönetim endeksi o ülkenin alt başlığı halinde belirtilerek açıklanacaktır.

Dünyada 100'ün üzerinde farklı kurumsal yönetim düzenlemesi olup, bu düzenlemelere her geçen gün yenileri eklenmektedir. Kurumsal yönetim uygulamalarının çeşitlilik göstermesi, dünya üzerindeki her ülkenin uygulayabileceği standart bir kurumsal yönetim sisteminin mevcut olmadığına işaret etmektedir. Her ülkedeki kurumsal yönetim uygulamaları ve sistemi de söz konusu ülkenin yönetim biçimine, kültürel yapısına, hukuksal altyapısına, firma yapılanmalarına ve insan faktörüne bağlı olarak farklılıklar göstermektedir. Bir ülkenin kurumsal yönetim düzeyini, ülkenin içinde bulunduğu genel şartlar, finansal piyasalarının gelişmişlik düzeyi ve şirketlerin uygulamaları belirlemektedir (Öztürk ve Demirgüneş: 2005:120).

#### **2.3.1. Amerika Birleşik Devletleri'nde Kurumsal Yönetim Uygulamaları**

Özellikle ABD tarihinin on iki en büyük iflasından yedisinin sadece 2002 yılında yaşanmasının sonucunda, yatırımcıların sermaye piyasasına olan güvenleri büyük ölçüde sarsılmıştır. ABD'de yatırımcılar açısından oluşan bu olumsuz ortamı iyileştirmek ve sermaye piyasasına olan güveni artırmak amacıyla çalışmalar başlatılmıştır. Senatör Sarbanes-Oxley tarafından hazırlanan yasa 30 Temmuz 2002'de kabul edilmiş ve Sarbanes-Oxley yasası olarak yayımlanmıştır. Sarbanes-Oxley yasası finansal fiyaskolarda etken olarak kurumsal yönetimle ilgili dört temel başarısızlık sebebine ilişkin önemli düzenlemeler getirmiştir. Önemli düzenlemelere ve sorumluluklara konu edilen temel başarısızlık öğeleri; (1) tepe yönetimdeki kültür ve yönetim anlayışı, (2) genel müdür, (3) yönetim kurulu, (4) İç denetim ve kontroller şeklinde sıralanabilir (Kayacan, 2006: 81).

ABD’de kurumsal yönetim alanında yapılan başlıca düzenlemeler Treadway Raporu, Halka Açık Şirketler Gözetim Kurulu Raporu, Blue Ribbon Komitesi Önerileri, Sarbanes Oxley Yasası’dır. Bunlardan başka ABD’de kurumsal yönetime ilişkin yapılan çalışmalar yeniden eskiye tarih sırasına göre aşağıda sıralanmıştır (Metiner, 2006: 21):

- Varlık Yöneticisi Profesyonel Davranış Kuralları - Kasım 2004 (Asset Manager Code of Professional Conduct - November 2004)
- New York Menkul Kıymetler Borsası En Son Kurumsal Yönetim Kuralları – 3 Kasım 2003 (Final NYSE Corporate Governance Rules - 3 November 2003)
- Güvenin Yeniden Kazanılması MCI Inc.’in Geleceği için Kurumsal Yönetim Hakkında Breeden Raporu – Ağustos 2003 (Restoring Trust - The Breeden Report on Corporate Governance for the future of MCI, Inc. - August 2003)
- Kamu Güveni ve Özel Teşebbüsler Komisyonu Tespit ve Önerileri: İkinci Bölüm Kurumsal Yönetim - 9 Temmuz 2003 (Commission on Public Trust and Private Enterprise Findings and Recommendations: Part 2: Corporate Governance – 9 Temmuz 2003)
- New York Menkul Kıymetler Borsası Kurumsal Hesap Verebilirlik ve Kote Olma Standartları Komisyonu’nun yayınladığı Kurumsal Yönetim Kuralları Teklifleri – 1 Ağustos 2002 (Corporate Governance Rule Proposal - 1 August 2002, NYSE Corporate Accountability and Listing Standards Committee)
- Kamu Politikalarının Geliştirilmesi Amacıyla Kurulan Üst Düzey Yöneticiler Birliği’nin (Business Roundtable) Kurumsal Yönetim İlkeleri – Mayıs 2002 (Principles of Corporate Governance - May 2002)
- Kaliforniya Kamu Çalışanları Emeklilik Sistemi tarafından oluşturulan komisyonun “Denetim Komiteleri’nin Etkinliğinin Geliştirilmesi” hakkındaki raporu - 1998 (Report of the NACD Blue Ribbon Commission on Improving the Effectiveness of Audit Committees)
- Kamu Politikalarının Geliştirilmesi Amacıyla Kurulan Üst Düzey Yöneticiler Birliği’nin Kurumsal Yönetime İlişkin Beyanatı - 1997 (Statement on Corporate Governance, Business Roundtable - 1997)

New York Borsası Sarbanes-Oxley Kanununun çıkarılmasından sonra Ağustos 2002’de New York Borsası’na kote olan firmalar için kurumsal yönetimi iyileştirmeye yönelik prensipler yayınlamıştır.

### **2.3.2. İngiltere’de Kurumsal Yönetim Uygulamaları**

Kurumsal yönetim ile ilgili olarak İngiltere’de yapılan en önemli düzenleme 1992’deki Cadbury Raporu’dur. İngiltere’de 1992 yılında kurumsal yönetim alanında öneriler geliştirilmek üzere Adrian Cadbury başkanlığında “Cadbury Komitesi” oluşturulmuştur.

Cadbury Komitesi’nden sonra İngiltere’de kurumsal yönetime ilişkin yapılan çalışmalar aşağıdaki şekilde sıralanabilir (Metiner, 2006: 22):

- İyi Yönetim Good Governance: Gönüllü Yardım Kuruluşları İçin Kurumsal Yönetim Kodu Haziran 2005 (Governance for the Voluntary and Community Sector June 2005).
- RSM Robson Rhodes ve Londra Menkul Kıymetler Borsası İşbirliği ile yayınlanan Kurumsal Yönetim: Uygulama Rehberi - 24 Ağustos 2004 (Corporate Governance: A Practical Guide - 24 August 2004).
- Finansal Raporlama Konseyi tarafından yayınlanan Kurumsal Yönetim Bütünleşik Kodu - 23 Temmuz 2003 (The Combined Code on Corporate Governance - 23 July 2003).
- Finansal Raporlama Konseyi tarafından yayınlanan Denetim Komiteleri - Bütünleşik Rehber - Ocak 2003 (Audit Committees- Combined Code Guidance (The Smith Report) January 2003).
- Ticaret ve Sanayi Departmanı tarafından yayınlanan Higgs Raporu: İcracı Olmayan Yönetim Kurulu Üyelerinin Rolü ve Etkinliğine İlişkin İnceleme - Ocak 2003 (The Higgs Report: Review Of The Role And Effectiveness of Non Executive Directors - January 2003).
- İngiliz Sigortacılar Birliği, Yatırım Fonu Şirketleri Birliği, Ulusal Emeklilik Fonları Birliği ve Yatırım Yönetimi Birliği’nin işbirliği ile yayınlanan, Kurumsal Hissedarlar ve Vekillerinin Sorumlulukları Hakkındaki İlkeler - 21







sistem geliştirilmiştir. Alman sistemi katılımcılar arasında bir konsensüs oluşturarak ortak karar almayı amaçlamaktadır. Sanayi firmalarının denetim kurullarında bankaların temsilci bulundurmasıyla kurumsal yönetimin içsel kontrolü gerçekleştirilmiştir (Deeg, 2001: 21).

Almanya da kurumsal yönetimin gelinmesine dönük bazı çalışmalar aşağıda sunulmuştur (Metiner, 2006: 25):

- Alman Kurumsal Yönetim Kodu'na İlişkin Değişiklikler - 2 Temmuz 2005 (Amendment to the German Corporate Governance Code - 2 June 2005).
- Varlık Yönetim Şirketlerine İlişkin Kurumsal Yönetim Kodu - 27 Nisan 2005 (Corporate Governance Code for Asset Management Companies - 27 April 2005).
- Alman Kurumsal Yönetim Kodu'na İlişkin Değişiklikler - 21 Mayıs 2003 (Amendment to the German Corporate Governance Code - 21 May 2003).
- Alman Kurumsal Yönetim Kodu - 26 Şubat 2002 (The German Corporate Governance Code - 26 February 2002).
- Baums Komisyonu Raporu - 10 Haziran 2001 (Baums Commission Report (Bericht der Regierungskommission Corporate Governance) - 10 July 2001).
- Kurumsal Yönetim Kodu - Haziran 2000 (German Code Of Corporate Governance - 6 June 2000).
- Borsaya Kote Şirketler İçin Kurumsal Yönetim Kuralları - Ocak 2000 (Corporate Governance Rules for German Quoted Companies - January 2000).
- DSW Tavsiyeleri - Haziran 1998 (DSW Guidelines - June 1998).

### **2.3.5. İtalya'da Kurumsal Yönetim Uygulamaları**

İtalya'daki kurumsal yönetim mekanizmaları yabancı sermaye akışını engelleyecek düzeyde gelişmemiş bir durumdayken, 1998 yılında reform çalışmaları başlatılmış ve bir dizi düzenleme yapılmıştır. Bunlardan en önemlilerine aşağıda yer verilmiştir (Metiner, 2006:26).

- Kurumsal Yönetim Kodu – 14 Mart 2006 (Corporate Governance Code (Codice di Autodisciplina) 14 March 2006)
- Kurumsal Yönetim Raporu Hakkında El Kitabı – Subat 2004 (Handbook on Corporate Governance Reports February 2004)
- Kurumsal Yönetim Kodu – Temmuz 2002 (Corporate Governance Code (il Codice di Autodisciplina delle società quotate rivisitato) July 2002)
- Davranış Kuralları ve Raporu – Ekim 1999 (Report & Code of Conduct (The Preda Code) October 1999)
- Draghi Teklifleri Dayanılarak Yapılan Yasal Reformlar – Subat 1998 (Testo Unico sulle disposizioni in materia di intermediazione February 1998)

#### **2.3.5.1. İtalya'daki Kurumsal Yönetim Endeksi**

İtalya Milano Borsası tarafından Nisan 2001'de kurulan STAR, sıkı kurumsal yönetim ilkelerinin uygulandığı önemli bir uygulamadır. İtalyanca açılımı “Segmet Titoli can Alti Requisiti” (Nitelikli Orta Ölçekli Firmalar Pazarı) olan STAR, Mercato Telematico Azionario - MTA, elektronik sermaye pazarının bir alt borsasıdır. STAR'a piyasa değeri 800 milyon Euro veya daha az olan küçük ve orta ölçekli, yüksek kurumsal yönetim standardında şirketler kote olabilirler. Ocak 2005 tarihi itibariyle halka açıklık oranı %43, piyasa değeri 17 milyar Euro'dur.

STAR'a kote olan şirketlerin:

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

- %87'si genel kurulda hissedarlara yönetim kurulu üyelerinin özgeçmişini sunmaktadır.

Uygulamaların sonucu olarak 2002 yılında Londra FTSE Small Cap'a kote firmalardan %23, Frankfurt SMAX'de koteli şirketlerden %17, Euronext Prime'da koteli şirketlerden %17 daha iyi prim yapmıştır (Darman, 2005:6-9).

### **2.3.6. İsviçre'de Kurumsal Yönetim Uygulamaları**

İsviçre'de Kurumsal yönetim konusunda yapılan düzenlemeler aşağıdaki şekilde özetlenebilir (www.ecgi.org):

- Haziran 2002: “Kurumsal Yönetim Yönergesi (Corporate Governance Directive)” ve “İsviçre Kurumsal Yönetimi İçin En İyi Uygulama Kodu (Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance)”,
- Aralık 2006: “Aile Şirketlerinde Yönetişim (Governance in Family Firms)”.

İsviçre'deki kurumsal yönetim uygulamaları Avrupa ortalamasının üstündedir ve İsviçre en iyi uygulamaya sahip üçüncü ülkedir. İsviçre Borsası'nın 2002 yılında Kurumsal Yönetim Kuralları'nı kabul etmesi verimliliği artırmıştır. Kuralların çoğu gönüllülük esasına dayansa da şirketler uymaktadırlar. İsviçre şirketleri küçük ve işbirlikçi kurullar oluşturmayı tercih ederler. Daha sık toplantı yaparlar ve kurul üyeleri daha fazla ücret almaktadır. Bütün İsviçre şirketlerinde denetim ve ücretlendirme komitesi mevcuttur ancak ücretlendirme politikası ve hesaplamaları konusunda kamuya yeterli bilgi verilmemektedir. Komitelerde kadın üye sayısı artırılmalıdır. Ayrıca yönetim kurulunun faaliyetleri pek değerlendirilmemektedir bu da şeffaflığı ve bağımsızlığı etkilemektedir.

### **2.3.7. Japonya'da Kurumsal Yönetim Uygulamaları**

Japonya'da kurumsal yönetime ilişkin düzenlemelerden bazıları aşağıdaki gibidir (Metiner, 2006: 27):

- Borsaya Kote Şirketler için Kurumsal Yönetim Kuralları - 16 Nisan 2004 (Principles of Corporate Governance for Listed Companies - 16 April 2004).
- Gözden Geçirilmiş Kurumsal Yönetim Kuralları - 26 Ekim 2001 (Revised Corporate Governance Principles - 26 October 2001).

- Emeklilik Fonları Kurumsal Yönetim Araştırması Komitesinin Oy Kullanma Haklarının Kullanımına İlişkin Tavsiye Raporu - Haziran 1998 (Report of the Pension Fund Corporate Governance Research Committee, Action Guidelines for Exercising Voting Rights - June 1998).
- Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne Japon Bakışı Açısı - 30 Ekim 1997 (Corporate Governance Principles: A Japanese View - 30 October 1997).
- Kurumsal Yönetim Hakkında Acil Tavsiyeler - 1997 (Urgent Recommendations Concerning Corporate Governance - 1997).

Tokyo Borsası'nın 2004 yılında, borsaya kayıtlı şirketler için yayınladığı Kayıtlı Şirketler için Kurumsal Yönetim İlkeleri (Principles of Corporate Governance for Listed Companies)'ni uygulamak isteğe bağlıdır. Bu ilkeler aşağıdaki şekilde özetlenebilir ([www.ecgi.org](http://www.ecgi.org)):

- Pay Sahiplerinin Hakları. Borsaya kayıtlı şirketler için oluşturulan kurumsal yönetim, pay sahiplerinin haklarını korunmalıdır.
- Pay Sahiplerinin Adil Muamele Görmesi. Azınlık ve yabancı pay sahipleri de dahil, tüm pay sahiplerinin eşit ve adil muamele görmesi sağlanmalıdır.
- Kurumsal Yönetimde Menfaat Sahipleri ile İlişkiler. Bu ilkeler, şirket ve menfaat sahipleri arasından kusursuz ilişkiler oluşturmak yolu ile kurumsal değer ve görevler oluşturulmasını gerektirir.
- Bilgilendirme ve Şeffaflık. İlkeler, finansal durum, performans ve sahiplik dağılımı konusunda zamanında ve doğru bilgilendirme yapılmasını sağlamalıdır.
- Yönetim Kurulu'nun, Denetçilerin, Kurumsal Denetçiler Kurulu'nun ve İlgili Diğer Grupların Sorumlulukları. Yönetim Kurulu, Denetçiler, Kurumsal Denetçiler Kurulu ve diğer ilgili gruplar yönetimden sorumludurlar ve pay sahiplerine karşı hesap verebilirliği sağlamalıdır.

### **2.3.8. Güney Kore’de Kurumsal Yönetim Uygulamaları**

Güney Kore 1997-1998 yıllarında bir ekonomik bunalım geçirmiştir. 1998’de anonim şirketler, maliye, istihdam ve devlet işletmeleri ile ilgili kurumsal yönetim hususunda birçok reform yapılmış ve yeni kanunlar çıkarılmıştır ve şirketlerce de uygulamalar hız kazanmıştır. Ancak birkaç yıl sonra ise ekonomi yeniden canlanmaya başladığında uygulamalar da yavaşlamıştır ancak şirketlerin getirdiği eleştirilere rağmen çıkarılan kurumsal yönetim ilkeleri uyum zorunlulukları yürürlükte kalmıştır. ABD’de, İngiltere’de ve OECD ülkelerinde yaşanan bunalımdan sonra, kurumsal yönetim uygulamalarının Güney Kore işletmelerinde yarattığı gelişmelerin ne kadar olumlu olduğu kabul edilmiştir (Baek ve diğ., 2004:267-269).

Güney Kore hükümeti, tasarruf bankalarında alınan hisselerin bildirilmesi kuralının ihlalinde görülen artış nedeniyle yeni bir takım önlemler almıştır. Söz konusu ihlaller, tasarruf bankalarının büyük ortaklarına kredi sınırlandırması getirilmesini güçleştirmektedir. Tasarruf bankalarında hisse alan yatırımcıların birikimlerini başka kişilerin adına kaydettirerek olduğundan 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. G. Kore’de Alman kanunları örnek alınmıştır. Bu ülkede kamu kuruluşlarının ağırlığı fazladır ve çıkar grupları arasındaki ilişkiler sosyalist kanunlara göre düzenlenmiştir (Ege ve Yılmaz, 2005:10).

Güney Kore’de Kurumsal yönetim ilkelerine uyum anlamında getirilen zorunlulukların başında yıllık satışları belli bir miktardan (17 milyon ABD Doları) fazla olan şirketlerin yönetim kurullarının %50’sinin bağımsız üye olma zorunluluğudur. Bu oranın altındaki şirketler için de %33’tür. Uyulması gereken bir diğer kaide, satışları bu miktardan fazla olan şirketlerin yönetim kurulları içerisinde bağımsız üye aday gösterme komitesi ve denetim komitesi kurma zorunluluğudur (Aysan, 2007:130).

### **2.3.9. Avustralya’da Kurumsal Yönetim Uygulamaları**

Avustralya’da kurumsal yönetim ilkelerini belirlemek üzere “Kurumsal Yönetim Konseyi (ASX Corporate Governance Council)” oluşturulmuştur. Konsey 2003 yılında

“Kurumsal Yönetim İlkeleri ve En iyi uygulama tavsiyeleri (Principles of Good Corporate Governance and Best Practice Recommendations)” adlı çalışmayı yayınlamıştır. Kurumsal Yönetim Konseyi, işletmelerin kurumsal yönetim anlayışına ilişkin yapılması gereken 10 öneride bulunmuş ve bunları temel kurumsal yönetim ilkeleri olarak kabul etmiştir. Bu ilkeler kısaca şu şekilde özetlenebilir (Demirbaş ve Uyar 2006:49).

- Yönetim kurulu ve yönetim kendi görev ve sorumluluklarının farkında olmalı ve bu görev ile sorumluluklar net bir şekilde tanımlanmalıdır.
- Kurulların yapısı işletmeye katma değer katacak ve görev ile sorumluluklarını etkin şekilde yapabilmeye olanak sağlayabilecek şekilde oluşturulmalıdır.
- Karar verme sürecinde etik değerler ön planda olmalıdır. İşletmenin finansal raporlama sürecinin doğruluğunu ve güvenilirliğini sağlayacak bir yapı, bağımsızlık temelinde oluşturulmalıdır.
- İşletme ile ilgili tüm olaylar zamanında kamuya açıklanmalıdır.
- Hissedarların haklarına riayet edilmelidir. Yönetim, iç kontrol ve risk gözetim süreçlerinde sağlam ve güvenilir bir sistem kurulmalıdır.
- Yönetim kurulu ve yönetimin etkinliğini artırmak için çalışmalar dürüstçe izlenmeli ve aktif olarak desteklenmelidir.
- Ödüllendirme sistemi ve yapısının yeterli olduğundan ve tanımlanan kurumsal ve kişisel performansı arttıracığından emin olunmalıdır.
- Hissedarları ilgilendiren tüm yasal ve diğer düzenlemeler göz önünde bulundurulmalıdır.

### **2.3.10. Rusya’da Kurumsal Yönetim Uygulamaları**

Rusya’da 1995 yılında hissedarların hakları ile ilgili “Federal Kanun” da değişiklikler yapılmıştır. Aynı konuda 1996 yılında bir düzenlemeye daha gidilmiş olunmasına rağmen en kapsamlı değişiklik 1998 Rusya krizinden sonra 1999 yılında “Yatırımcı Koruma Kanunu”nda ve 2001 yılında federal kanunda yapılmıştır. 1998 yılında ise Rusya Muhasebe Reform Programı gerçekleştirilmiştir.

Anonim Şirketler Kanunu'na 15 Mart 2004 tarihinden itibaren geçerli olmak üzere önemli bazı yeni düzenlemeler getirilmiştir. Söz konusu düzenlemeler şu değişiklikleri içermektedir (OECD White Paper, 1999:11):

- Yönetim kurulu seçiminde kümülatif oy prosedürü, tüm anonim şirketlerde zorunlu hale getirilmiştir. 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.

### **2.3.11. Kanada'da Kurumsal Yönetim Uygulamaları**

Yakın dönemde alınan bir mahkeme kararı, yönetim kurulu üyelerinin ve üst düzey yöneticilerin kişisel sorumluluğundaki artışı bir kez daha ortaya koymaktadır. Danier şirketinin ilk halka arzıyla ilgili finansal projeksiyonların gerçeği yansıtmadığı ve yatırımcıları yanlış yönlendirdiği gerekçesiyle üst düzey yöneticilere karşı açılan bir davada CEO ve CFO, Ontario Yüksek Mahkemesince sorumlu tutuldu. Mahkeme, satın alma sırasında bir yanlış yönlendirme olup olmadığını değerlendirirken (kurumsallasma.com):

- Finansal projeksiyonların gerekli özen ve dikkatle hazırlanıp hazırlanmadığı,
- Yönetimin söz konusu projeksiyonlara inanıp inanmadığı,
- Yönetimin inancının gerçekçi olup olmadığı,
- Yönetimin, projeksiyonların tutmamasına yol açacak etkenlerin farkında olup olmadığı

kriterlerini dikkate almıştır.

### **2.3.12. Brezilya'da Kurumsal Yönetim Uygulamaları**

Brezilya gibi gelişmekte olan ülkelerin en önemli sorunu uzun vadeli sermayeyi çekebilmektir. Uzun vadeli sermaye imkânından yoksun olunması bu ülkeler için büyük bir engel yaratmaktadır. Bunun bilincinde olan Brezilya da, kurumsal yönetim uygulamaları hakkında bir dizi düzenleme yaparak, sermayenin kalıcılığını sağlamaya çalışmaktadır.

Yapılan bu düzenlemelerin bazıları aşağıda sunulmuştur (Metiner, 2009:29):

- Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu – 30 Mart 2004 (Code of Best Practice of Corporate Governance 30 March 2004)
- Brezilya Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu tarafından yayınlanan Kurumsal Yönetime İlişkin Tavsiyeler – Haziran 2002 (Recomendações sobre Governança Corporativa)
- Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu – 8 Mayıs 1999 (Code of Best Practice of Corporate Governance 8 May 1999)

#### **2.3.12.1. Brezilya'daki Kurumsal Yönetim Endeksi**

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

- Üç ayda bir yayınladıkları malî tablolarına ek olarak konsolide malî tablolarını ve nakit akım tablolarını açıklamak;
- Minimum halka açıklık oranını %25'te tutmak;
- Borsada işlem gören hisseleri ile ilgili olarak sürekli güncel bilgi vermek;



- Yılda en az bir kez, yatırım uzmanlarının ve diğer ilgili tarafların katılacağı bir kamuyu aydınlatma toplantısı düzenlemek;
- Şirket faaliyetleri ile ilgili yıllık bir takvim yayınlamak;
- Şirket üst yönetimi ve hâkim ortakların hisse alım satımı ile ilgili faaliyetleri ve hisse senedi opsiyon plânları ile ilgili aylık bilgi vermek;
- Firmanın net değeri ve ilişkili taraflar ile yapılan 200.000 BRL'i (Brazilian Real) asan sözleşmeler hakkında bilgi yayınlamak.

Novo Mercado'nun getirdiği en katı kural, yatırımcı haklarına yöneliktir. Şirketlerin kendilerini kurumsal yönetim gerekleri doğrultusunda yapılandırabilmeleri için "Level 1" ve "Level 2" adı verilen iki aşamadan geçmelerine olanak sağlanılmıştır. "Level 1" şirketlerinin daha şeffaf hale gelmeleri, hâkim ortaklar, yönetim kurulu üyeleri ve üst yönetim tarafından yapılan hisse alım satımı hakkında ayrıntılı bilgilerin alınması ile sağlanmaktadır. "Level 2" düzeyinde ise, bazı istisnalar hariç, Novo Mercado'dan istenilen bilgilendirmenin önemli bir kısmı kamuya açıklanmalıdır. Bu aşamalardan geçen bir şirket Novo Mercado alt borsasına girebilir.

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

Göze çarpan önemli bir yenilik de, hissedarlar ve şirketler arasındaki anlaşmazlıkları çözmek için oluşturulan Pazar Tahkim Panelidir (Market Arbitration Panel). Bu yapı, konusunda uzman kişilerden oluşmakta, yatırımcı ve şirketler arasındaki anlaşmazlıkların çözümüne katkı sağlamaktadır (Darman: 2005:2-5).

### **2.3.13. Çin'de Kurumsal Yönetim Uygulamaları**

Çin'in hala komünist bir devlet olması, sermaye piyasalarında ve kurumsal yönetim alanında gelişmelerin diğer ülkelere kıyasla yavaş olmasına yol açmaktadır. Bununla birlikte yapılan son reformlar devletin sahip olduğu şirketlerin süratle özelleştirilmesi sürecini başlatmıştır. Bu süreç de, kurumsal yönetim hakkında düzenlemeler yapılması ile sonuçlanmıştır (Solomon, 1998:165).

Bu alanda yapılan en önemli düzenleme, Çin Menkul Kıymet Düzenleme Kurulu tarafından 7 Ocak 2001’de yayınlanan Borsaya Kote Şirketler için Kurumsal Yönetim İlkeleri’dir.

#### **2.3.14. Avrupa Birliği’nde Kurumsal Yönetim Uygulamaları**

AB’de kurumsal sektörün yeniden yapılandırılmasına yönelik olarak Şirketler Kanunu tekrar ele alınarak, kurumsal yönetimin geliştirilmesini içeren bir dizi değişiklik üzerinde çalışmalara başlanmıştır. Avrupa Bakanlar Konseyi bu çalışmaları Şirketler Hukuku Uzmanları Çalışma Grubu ile (High Level Group of Company Law Experts) sürdürmektedir. ABD’de kabul edilen Sarbanes-Oxley Kanunu ile getirilen düzenlemeleri de göz önünde bulundurarak çalışmalarını sürdüren söz konusu Grup, en son 4 Kasım 2002 tarihinde “Avrupa’da Şirket Kanunu için Modern Düzenleyici Çerçeve Hakkında (A Report of The High Level Group of Company Law Experts on Modern Regulatory Framework For Company Law in Europe)” bir rapor hazırlayarak Avrupa Komisyonu'na sunmuştur.

Avrupa Komisyonu söz konusu rapora cevaben 21 Mayıs 2003 tarihinde “Eylem Planı”nı (Action Plan) açıklamıştır. Eylem Planında Avrupa şirketler kanunu ve kurumsal yönetim konusunda neden revizyon yapılma gereksinimi duyulduğu açıklanmaktadır. Plan’da bu alanda Avrupa Birliği’nde gelecekte gerçekleştirilecek eylemlere ilişkin temel politika hedefleri açıklanmakta, kısa (2003-2005), orta (2006-2008) ve uzun dönem (2009 ve sonrası) hedefler yer almaktadır (Erdönmez, 2003: 44).

Avrupa Birliği’nde halka açık işletmelerin yönetim kurullarında, hissedar olmayan üyelerin işletmenin yönetiminde daha etkin ve yetkili hale gelmesi kurumsal yönetim kavramı bağlamında yasal zorunluluk haline getirilmiştir. 4 Kasım 2002’de sunulan raporda kurumsal yönetimin geliştirilmesine yönelik olarak aşağıdaki konular yer almaktadır (Demirbaş ve Uyar, 2006:27):

- Hissedarlara ve alacaklılara daha ayrıntılı ve kaliteli bilgi sunulması, özellikle kurumsal yönetim yapısı hakkında bilgilendirme standartlarının geliştirilmesi önerilmektedir. AB’de kote olmuş işletmelerin kurumsal yönetim hakkında yayınlanmış ulusal kodlara veya şirket kanunlarına dayanarak kurumsal yönetim

yapısı ve uygulamaları konusunda yıl içinde yapılanları açıklamaları gerekmektedir.

- Yönetim kurulunun yapısının ve yetkilerinin güçlendirilmesi, özellikle firma ödeme gücüğü içine düştüğünde yöneticilerin sorumluluğunun artırılması tavsiye edilmektedir.
- Üye ülkelerin şirket ve menkul kıymet kanunları, borsaya kote olma kuralları, kodları veya diğer konularda bütün AB ülkelerindeki farklı kurumsal yönetim standartlarının birbiriyle uyumlaştırılarak veya aralarında eşgüdüm sağlanarak iyileştirilmesi öngörülmektedir.
- Hissedarların haklarının güçlendirilmesi ve azınlık haklarının korunması konusunda, AB’de kote olmuş firmaların hissedarlarına gerekli bilgiye ulaşabilmek için elektronik kolaylıkların sağlanması, bu sayede oylama sırasında mevcut olmayan hissedarların oylama yapma olanağına kavuşmaları, söz konusu kolaylıkların AB’deki tüm hissedarlara sağlanması ve sınır ötesi oylamalarda ortaya çıkan özel sorunların en kısa zamanda çözülmesi önerilmektedir.

#### **2.4. Türkiye’de Kurumsal Yönetim Uygulamaları**

Türkiye gelişen ekonomisi, istikrar ve iktisat politikalarının etkinliği ile birlikte kurumsal yönetim alanında hızla ilerleme kaydetmektedir. Ancak, günümüz itibariyle gelişmiş ülkeler seviyelerinin oldukça gerisindedir. Bunun en önemli nedenleri arasında, yıllarca dışa kapalı gelişen ekonomisini, aile işletmelerinin çokluğunu, yıllar itibariyle yaşanan ekonomik krizlerin varlığını, firma sermaye yapılarının yeterince güçlü olmayışını sayabiliriz (Ararat ve Uğur, 2003:70-71).

Kurumların ve Türk kültür yapısında kurumsal yönetimin temelleri Ahilik teşkilatı ile atılmıştır. Ahilik mesleki ve ahlaki bir kuruluştur. Anlam itibarıyla küçük esnaf ve çırakları içine alan, mesleki doğruluk dürüstlük prensiplerine uygun olarak çalışılmasını ayrıca eğitim görmelerini hedefleyen bir teşkilattir. Ahilik teşkilatı, günümüzde Ticaret ve Sanayi Odalarında karşılığını bulmaktadır.



faaliyetlerinde bulunamazlar (Doğan, 2007:98).

#### **2.4.3. Denetim Firması Rotasyonu**

SPK tebliğ seri:X No:16'ya göre ‘‘Bağımsız denetim kuruluşları, sürekli yada özel denetimlerde en çok 5 hesap dönemi için müşteri yönetim kurulu tarafından seçilir. Seçilen bağımsız denetim kuruluşu ile yapılan bağımsız denetim sözleşmesi, müşterinin Yönetim Kurulunca imzalanarak yürürlüğe girer. Bağımsız yönetim sözleşmesinin tekrar yenilenmesi mümkündür. Ancak herhangi bir şirketin denetimini yapan bir ekipte baş denetçi olarak görev yapan bir kişinin, tekrar aynı müşterinin sürekli denetimi kapsamında sorumlu ortak ve baş denetçi olarak görev alabilmesi için, en az 2 hesap döneminin geçmesi gerekmektedir.’’

#### **2.4.4. Özel Durumların Kamuya Açıklanması**

Sermaye piyasası araçlarının değerini ve yatırım kararlarını etkileyebilecek veya yatırımcıların haklarını kullanmalarına yönelik önemli olay ve gelişmeler karşısında tasarruf sahipleri, ortaklar ve diğer ilgililerin zamanında bilgilendirilmesini ve sermaye piyasasının şeffaf ve dürüstlük içinde işleyişini sağlamak amacıyla çeşitli tebliğler yayınlamıştır. Bu tebliğ ile

- şirketin sermaye yapısına ve yönetimin kontrolüne ilişkin değişikliklerin
- Maddi duran varlık alımı, satımı, kiralanması, kiraya verilmesi, aynı sermaye olarak konulmasının,
- şirketin faaliyetlerine ilişkin değişikliklerin,
- şirketin yatırımlarına ilişkin değişikliklerin,
- şirketin finansal yapısına ilişkin değişikliklerinin,
- Finansal duran varlıklara ilişkin değişikliklerinin,
- İdari konulara ilişkin değişikliklerin,
- Menfaat sahiplerini ilgilendirecek diğer değişikliklerin,

hesaplanabiliyorsa değişikliğin miktarına veya tutarına da yer verilerek kamuya açıklanması zorunluluğu getirilmiştir (Doğan, 2007:99-100).

#### **2.4.5. Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP)**

Ülkemizde Kurumsal Yönetim'in benimsenmesinde, özel rol oynayan bir diğer adım da Kamuyu Aydınlatma Platformudur. KAP, sermaye piyasalarında işlem gören halka açık şirketlerin ve tüm aracı kuruluşların kamuyu aydınlatma amacı ile finansal tablolarının, özel durum açıklamalarının ve diğer bildirimlerin bilgisayar ağları üzerinden güvenli bir şekilde iletilmesi amacıyla SPK, İMKB ve TÜBİTAK tarafından kurulmuş bir veri toplama ve yayma sistemidir.

25 Kasım 1999 da başlayan KAP projesinin ilk aşaması 24 Ağustos 2001 tarihinde tamamlanmış, uygulama İMKB'de kayıtlı tüm şirketleri, bağımsız denetim kuruluşlarını ve aracı kuruluşları kapsayacak şekilde genişletilmiştir (Doğan, 2007:101).

KAP projesinin sonuçları ve avantajlarına baktığımızda, işletmelere yatırımcı açısından güven geliştirme, etkin bilgi paylaşımı, tam ve yeterli bilgi sağlama, maliyetleri azaltma ve güncel olma bakımından çeşitli avantajlar sağlamıştır. Şirketlerin bilgilerini kamuya açıklaması ve giderek daha da şeffaflaşması, Kurumsal Yönetim'in de ana çıkış noktalarından biri olan, asimetrik bilgi problemini de ortadan kalkmasını destekleyici yöndedir.

#### **2.4.6. Birikimli Oy Sistemi**

Birikimli oy sistemi, halka açık işletmelerde azınlık hissedarların yönetimde temsil hakkına sahip olmasını sağlayan bir mekanizmadır. SPK'nın konu ile ilgili düzenlemesi mevcuttur. Buna göre halka açık şirketler ana sözleşmelerinde değişiklik yaparak, birikimli oy kullanılmasına olanak sağlayabileceklerdir. Bunun için ana sözleşme değişikliği ile çoğunluk hisselerini elinde tutanlara verilen ayrıcalıkların kaldırılması, yönetim ve denetim kurulu üye sayısının sabitlenmesi gerekmektedir.

SPK tarafından yayınlanan tebliğlerde, SPK mevzuatına anonim şirketlerde birikimli oy kullanma düzenlenmiştir. Birikimli oy Kullanma, "genel kurula katılan kişinin, yönetim kurulu ve denetim kurulu üyeliği seçiminde kullanacağı oy sayısı, sahip olduğu veya vekil sıfatıyla kullanmaya yetkili olduğu oy sayısı ile seçim yapılacak yönetim kurulu ve denetim kurulu üye sayısı çarpılmak suretiyle ve bu suretle ulaşılan birikimli oy sayısının tamamı bir aday için veya birden fazla adaya bölünerek kullanılabilen oy kullanma yöntemi olarak tanımlanmıştır.



yönetim kurulunun ilkelerde yer alan prensiplerin uygulanıp uygulanmadığını, uygulanmıyor ise gerekçesini ve bu ilkelerin tam olarak uyulmaması dolayısıyla meydana gelen çıkar çatışmalarına ilişkin bilgileri içeren açıklama yapması ve varsa buna ilişkin uyum raporuna yıllık faaliyet raporunda yer vermesi gerektiği kabul edilmiştir (Doğan, 2007:104).

#### **2.4.9. Şirketlere İnternet Sitelerinde Yatırımcılara Yönelik Bilgilerin Açıklanması Tavsiyesi**

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'na kote şirketlerin internet sitelerinde açıklaması gereken bilgiler SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'nin 1.11.5 numaralı maddesinde yer almaktadır. Bu maddeye göre “İnternet sitesinde, ticaret sicili bilgileri, son durum itibarıyla ortaklık ve yönetim yapısı, imtiyazlı paylar hakkında detaylı bilgi, değişikliklerin yayınlandığı ticaret sicili gazetelerinin tarih ve sayısı ile birlikte şirket esas sözleşmesinin son hali, özel durum açıklamaları, yıllık faaliyet raporları, periyodik mali tablo ve raporlar, izahnameler ve halka arz sirkülerleri, genel kurul toplantılarının gündemleri, katılanlar cetvelleri ve toplantı tutanakları, vekaleten oy kullanma formu, çağrı yoluyla hisse senedi veya vekalet toplanmasında hazırlanan zorunlu bilgi formları ve benzeri formlar, sermaye piyasası araçlarının değerine etki edebilecek önemli yönetim kurulu kararlarının toplantı tutanakları ve sıkça sorulan sorular başlığı altında şirkete ulaşan bilgi talepleri, soru ve ihbarlar ile bunlara verilen cevaplar, öncelikle yer alır.”

#### **2.4.10. Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği**

Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği (TKYD), Kurumsal Yönetim anlayışının Türkiye’de şirketler arasında daha da yaygınlaşması ve gelişmesine katkıda bulunmak, en iyi uygulamaları hayata geçirmeyi sağlamak amacıyla 2003 yılından bu yana faaliyetlerini sürdürmektedir.

Derneğin amacı, Türkiye Cumhuriyeti Anayasasının ve ilgili kanunların öngördüğü esaslara uygun olarak, kamu ve özel kurum ve kuruluşlara Kurumsal Yönetim konusundaki çalışmalarını aktararak, ülkemiz kurumlarının adil, şeffaf, sorumlu ve hesap verebilir biçimde yönetilmelerini ve bu ilkeleri uygulayarak kar etme, yüksek performans gösterme ve rekabet etme güçleriyle daha fazla istihdam sağlayıp ülke



ekonomisinin gelişmesine, kamu yararının elde edilmesine ve ülkenin sosyo-ekonomik düzeyinin geliştirilmesine katkıda bulunmaktır (TKYD Tüzük, 2010:2).

#### **2.4.11. Kurumsal Yönetim Endeksi**

İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi, Kurumsal Yönetim İlkeleri'ni uygulayan şirketlerin dâhil edildiği endekstir.

İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi'nin amacı, hisse senetleri İMKB pazarlarında (Gözaltı Pazarı hariç) işlem gören ve kurumsal yönetim ilkelerine uyum notu 10 üzerinden en az 6 olan şirketlerin fiyat ve getiri performansının ölçülmesidir. Kurumsal Yönetim İlkelerine uyum notu, SPK tarafından belirlenmiş derecelendirme kuruluşları listesinde bulunan derecelendirme kuruluşlarınca, şirketin tüm kurumsal yönetim ilkelerine bir bütün olarak uyumuna ilişkin yapılan değerlendirme sonucunda verilmektedir.

Kurumsal Yönetim Endeksi'nin hesaplanmasına, Kurumsal Yönetim derecelendirme notu 10 üzerinden en az 6 olan 5 şirketin Borsa'ya bildirilmesini takiben 31.08.2007 tarihinde başlanmıştır. Endeks başlangıç değeri, 29.08.2007 tarihindeki 48.082,17'dir.

### **3. BÖLÜM: İMKB KURUMSAL YÖNETİM ENDEKSİNE TABİ OLMANIN PİYASA PERFORMANSI ÜZERİNDEKİ ETKİSİNİN ÖLÇÜLMESİNE YÖNELİK BİR UYGULAMA**

#### **3.1. Uygulamanın Amacı**

İşletmeler stratejilerini, kurumsal yönetim uygulamalarında etkinliği oluşturmanın, işletmenin piyasa değerini ve dolaylı olarak da hisse senedi sahiplerinin getirilerini arttırdığının farkına varmaya başlayarak oluşturmaya başlamışlardır.

Bu çalışmanın amacı, kurumsal yönetim uygulamaları hakkında geniş bilgi vermek ve İMKB Kurumsal Yönetim Endeksine ilk tabi olan 14 işletmedeki kurumsal yönetim uygulamalarının, bu işletmelerin piyasa değerleri üzerindeki etkisinin hisse senedi performans grafikleri yardımıyla incelenmesidir.

#### **3.2. Veri Seti**

Kurumsal Yönetim Endeksine tabi olmanın piyasa değeri üzerindeki etkisinin analiz edildiği bu çalışmada, 2007 yılında endeksin açılışıyla beraber ve bunu izleyen ilk 2 yıldaki endekse tabi olan şirketler incelenen şirketlerdir. 2009 yılının ilk günlerinde endekse tabi olan şirketi inceleme yapılabilen yeterli veri olduğu için incelemeye tabi tutulmuştur. Ancak 2009 yılının ikinci yarısında İMKB Kurumsal Yönetim Endeksine tabi olan şirketlerin inceleme yapılan tarih aralığında yeterli veri sunmayacağı için inceleme dışı bırakılmıştır. Bu açıdan incelenen şirketlerin Kurumsal Yönetim Endeksine tabi olduktan sonraki zamanını göz önünde bulundurulursa en az yaklaşık bir yıllık en çok üç yıllık veri sunmuşlardır.

Bu analizde, 2007 yılının ilk borsa günündeki, analiz edilen 14 şirketin hisse senedi kapanış fiyatlarını ve aynı gündeki İMKB Endeksinin kapanış puanını bir başlangıç noktası kabul ederek, izleme yapılan üç yıl boyunca haftalık ve aylık kapanış fiyatlarını olarak önce; her işletme İMKB Endeksine göre ayrı analiz edilecektir. Sonrasında İMKB 30'a, İMKB 50'ye, İMKB 100'e tabi olanlar ve bu gruplara dâhil olamayanlar olarak sınıflandırılarak gruplar halinde analiz edilecektir.

Bu araştırma ile dört hipotez test edilmeye çalışılacaktır. Bu dört hipotez şu şekildedir:

**Hipotez 1:** Kurumsal yönetim ilkeleriyle yönetilen İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi'ne tabi olmuş şirketlerin piyasa değeri İMKB Endeksinden daha çok artar.

**Hipotez 2:** İMKB 30 Endeksinde yer alan kurumsal yönetim ilkeleriyle yönetilen İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi'ne tabi olmuş şirketlerin piyasa değeri, İMKB Endeksinden daha çok artar.

**Hipotez 3:** İMKB 50 Endeksinde yer alan kurumsal yönetim ilkeleriyle yönetilen İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi'ne tabi olmuş şirketlerin piyasa değeri, İMKB Endeksinden daha çok artar.

**Hipotez 4:** İMKB 100 Endeksinde yer alan kurumsal yönetim ilkeleriyle yönetilen İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi'ne tabi olmuş şirketlerin piyasa değeri, İMKB Endeksinden daha çok artar.

### **3.3. Yöntem**

Çalışmadaki veriler İMKB'den alınmış olup, analiz edilen süre içindeki sermaye artırımları dolayısıyla oluşan ani fiyat değişikliklerini sermaye artırımını 2007 yılı öncesinde olmuş gibi hisse senedi fiyat düzenlemesi yapılmıştır. Bu çalışmada veriler başka bir kurumdan alındığı için, yöntemin adına "İkincil Analiz" denmektedir

Çalışmadaki grafikleri oluşturmadan önce MS Excel yardımıyla bu verilerin başlangıç noktasındaki haftaya ya da başlangıç noktasındaki aya göre yüzdesel performansları alınmıştır. Bu şekilde grafikler oluşturulmuş olup, 2009 yılı sonundaki performans da 2007 yılının ilk borsa günündeki kapanış fiyatı başlangıç noktası kabul edilerek oluşmuştur. Bu açıdan 2007 yılının ilk borsa günündeki oluşan kapanış fiyatı "0" performans olarak gözükecektir. İzleyen aylar ve haftalar da bu noktaya göre yüzdesel olarak olumlu ya da olumsuz performans olduğu değerlendirilecektir.

2008 yılında ve 2009'un ilk günlerinde Kurumsal Yönetim Endeksine tabi olan şirketler için de aynı başlangıç noktasını kabul edilmesinin nedeni bu şirketlerin 2007 yılında da mutlaka bir kurumsal yönetim temeli olduğunun kabul edilmesinden kaynaklanmaktadır.

### 3.4. Analiz ve Analiz Verilerinin Değerlendirmeleri

Çalışmanın bu bölümünde ortaya çıkan analiz sonuçlarını grafikler üzerinde gösterip, bu grafikler sonucunda kurumsal yönetim ilkelerini uygulamanın ve İMKB Kurumsal Yönetim Endeksine tabi olmanın piyasa değerini etkileme analizi yapılacaktır.

#### 3.4.1. Kurumsal Yönetim Endeksine Tabi Olmuş İşletmeleri Bireysel Analiz

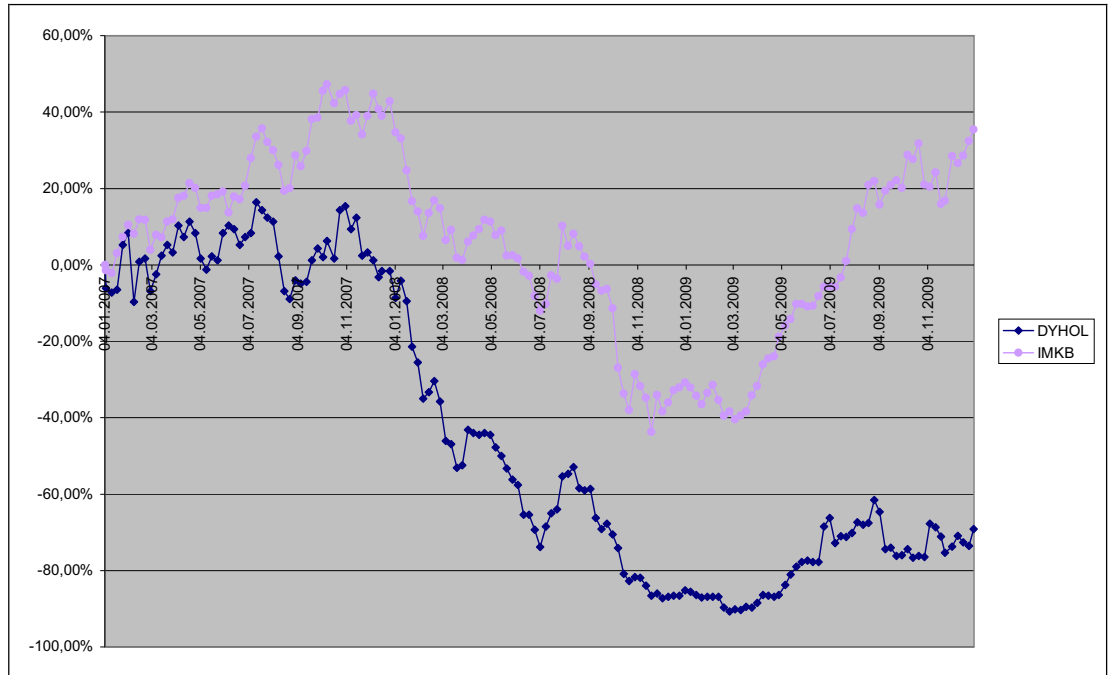
Çalışmanın ilk kısmı olan bu bölümde İMKB Kurumsal Yönetim Endeksine tabi olmuş, inceleme yapılan 14 şirketin bireysel piyasa getiri grafikleri, haftalık ve aylık olarak İMKB puan grafiği ile karşılaştırılarak analiz edilecektir.

##### 3.4.1.1. Doğan Yayın Holding A.Ş.'nin Analizi

Doğan Yayın Holding A.Ş.'nin 2007 yılının ilk işlem günü ile 2009 yılının son işlem günü arasındaki hisse senedi yüzdesel getiri grafikleri ile İMKB puan endeksinin yüzdesel artış azalış grafikleri olan bu bölümde, işletmenin pazar ortalamasından daha yüksek ya da daha düşük performans elde edip etmediği analiz edilecektir.

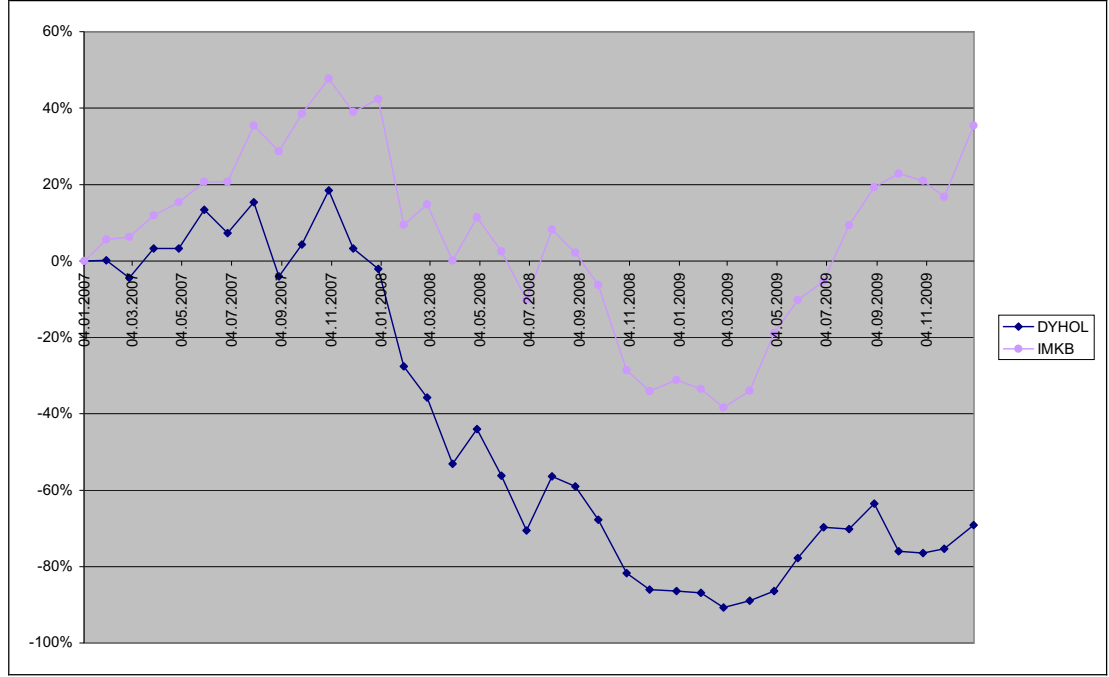
Şekil 2.'de Doğan Yayın Holding A.Ş.'nin İMKB pazar ortalaması ile haftalık hisse senedi performans karşılaştırması görülebilir.

**Şekil 2. DYHOL – İMKB Ortalaması Haftalık Hisse Senedi Performans Karşılaştırması**



Şekil 3.'te Doğan Yayın Holding A.Ş.'nin İMKB pazar ortalaması ile aylık hisse senedi performans karşılaştırması görülebilir.

**Şekil 3. DYHOL – İMKB Ortalaması Aylık Hisse Senedi Performansı Karşılaştırması**



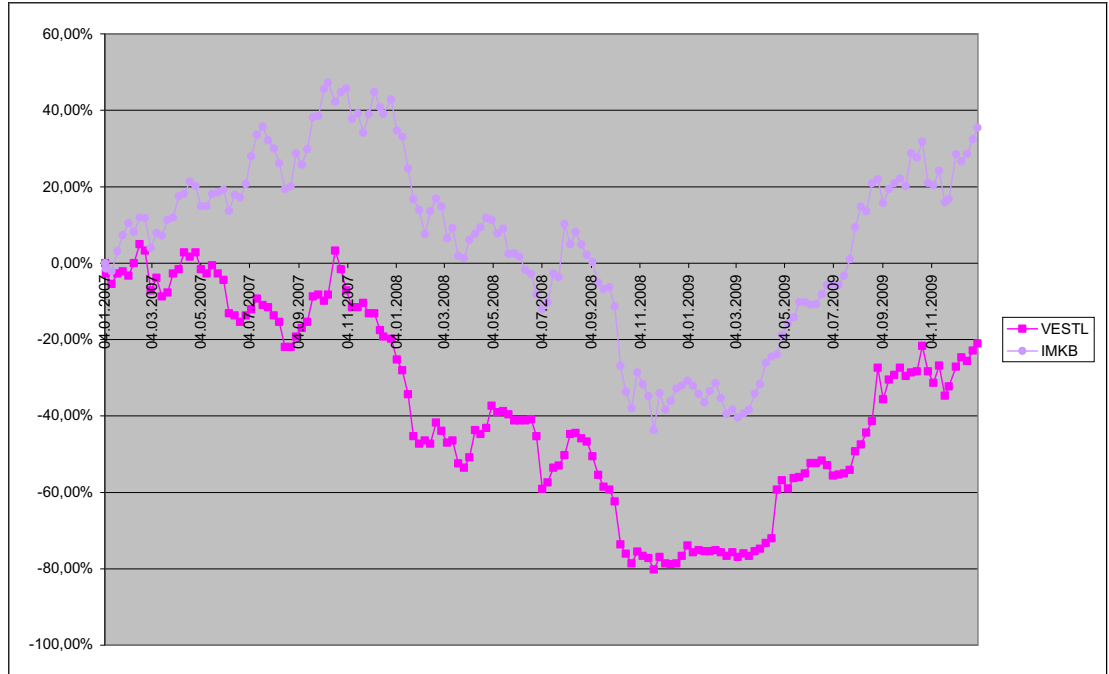
Doğan Yayın Holding AŞ 2007 yılında kurumsal yönetim endeksine girmiştir. Bu şirket İMKB'ye oranla 2007 ve sonraki yıllarda daha düşük hisse senedi performansı sergilemiştir. Bu düşük performansın sebebi Kurumsal Yönetim ilkelerinden daha çok piyasadaki alım satımların ve diğer spekülasyon hareketlerin olduğunu da söylenebilir. Bu açıdan bakıldığında Doğan Yayın Holding A.Ş.'nin kurumsal yönetim ilkelerini uygulamasının şirketin performansına etkisi olumlu yönde olmamıştır. Ancak, kurumsal yönetim uygulamaları teoride şirketlere olumsuz performans sergilemeyeceğinden olumsuz etkiden de bahsedilemez. Bu düşük performansta bile şirket İMKB ile hemen hemen paralel iniş çıkışlar da bulunmuştur. Bu paralel iniş çıkışları haftalık grafikte daha iyi görülebilir.

### 3.4.1.2. Vestel Elektronik'in Analizi

Vestel Elektronik A.Ş.'nin 2007 yılının ilk işlem günü ile 2009 yılının son işlem günü arasındaki hisse senedi yüzdesel getiri grafikleri ile İMKB puan endeksinin yüzdesel artış azalış grafikleri olan bu bölümde, Vestel Elektronik'in İMKB ortalamasından daha yüksek ya da daha düşük performans elde edip etmediği analiz edilecektir.

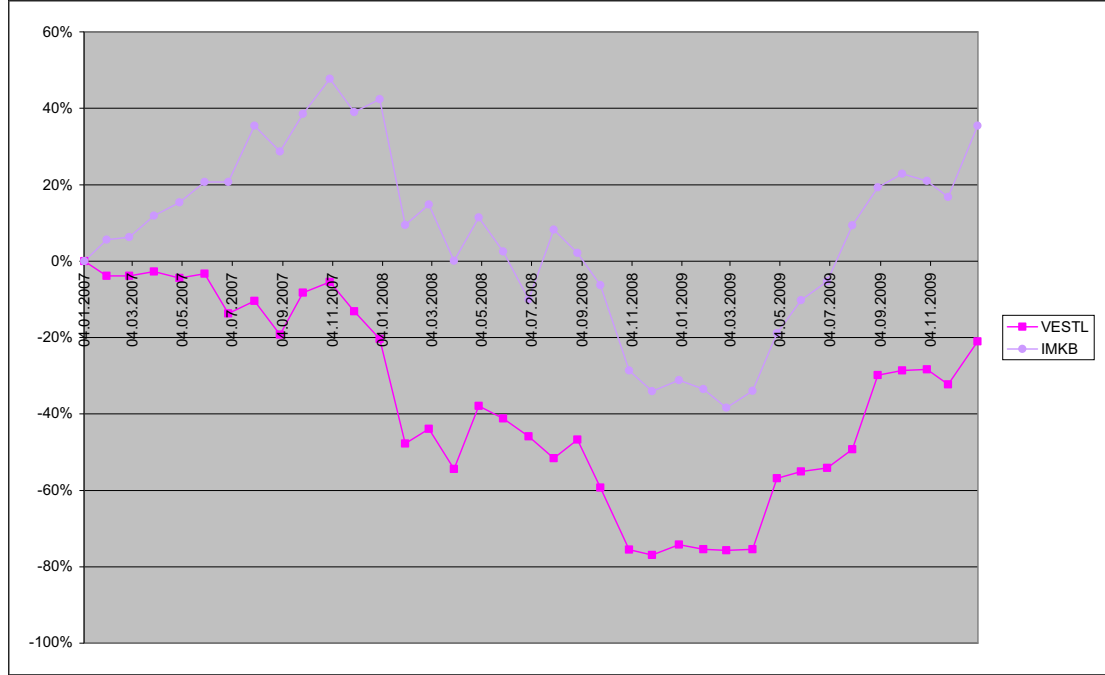
Şekil 4.'te Vestel Elektronik A.Ş.'nin İMKB pazar ortalaması ile haftalık hisse senedi performans karşılaştırması görülebilir.

**Şekil 4. VESTL – İMKB Ortalaması Haftalık Hisse Senedi Performans Karşılaştırması**



Şekil 5.'de Vestel Elektronik A.Ş.'nin İMKB pazar ortalaması ile aylık hisse senedi performans karşılaştırması görülebilir.

**Şekil 5. VESTL – İMKB Ortalaması Aylık Hisse Senedi Performans Karşılaştırması**



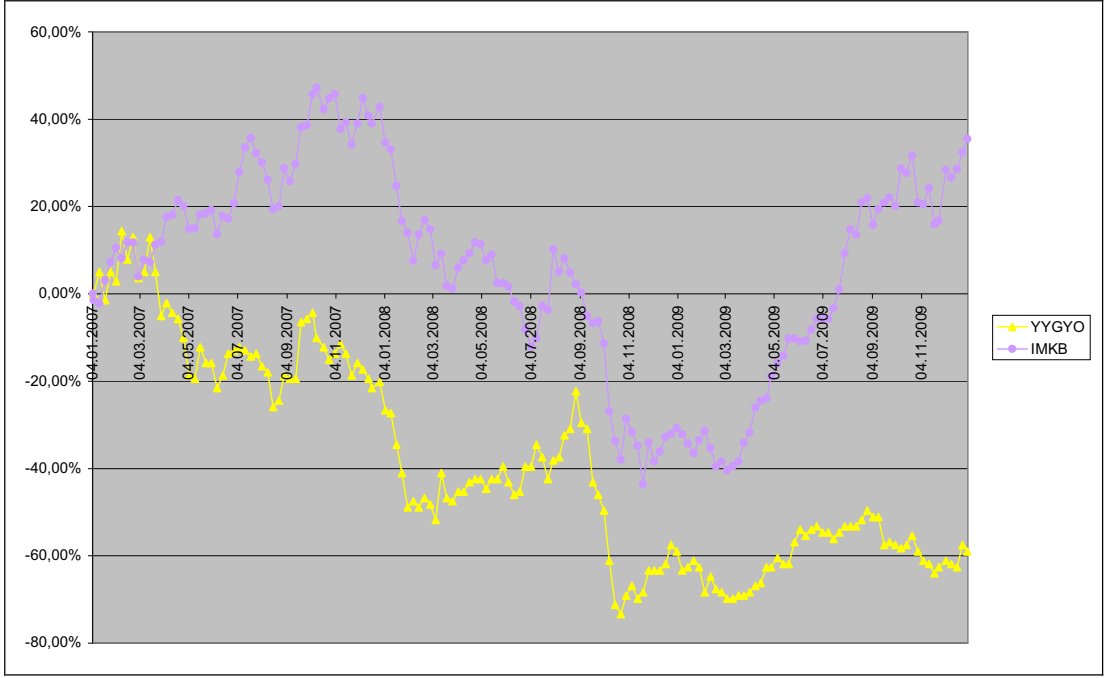
Vestel Elektronik 2007 yılında kurumsal yönetim puanı almış ve bu yılda Kurumsal Yönetim Endeksine tabi olmuştur. Ancak, şirketin İMKB'den daha iyi performans elde ettiği bir aralık bulunmamaktadır. Şirket İMKB'ye oranla daha düşük performans sergilese de yine de iniş çıkışlarda bir paralellik olduğu gözlemlenebilir. Bu düşük performansın sebebini Kurumsal Yönetim ilkelerine bağlamak son derece anlamsız olmasına rağmen, şirketin bu performans düşüklüğünün sebebini spekülatif veya manipülatif hareketlere ya da hisse senedinin 2007 yılından önceki yıllarda daha çok işlem hacmine sahip olduğu gibi nedenlere bağlanabilir.

### **3.4.1.3. YY Gayrimenkul Ortaklığı'nın Analizi**

YY Gayrimenkul Ortaklığı'nın 2007 yılının ilk işlem günü ile 2009 yılının son işlem günü arasındaki hisse senedi yüzdesel getiri grafikleri ile İMKB puan endeksinin yüzdesel artış azalış grafikleri olan bu bölümde, YY Gayrimenkul Ortaklığı'nın İMKB ortalamasından daha yüksek ya da daha düşük performans elde edip etmediği analiz edilecektir.

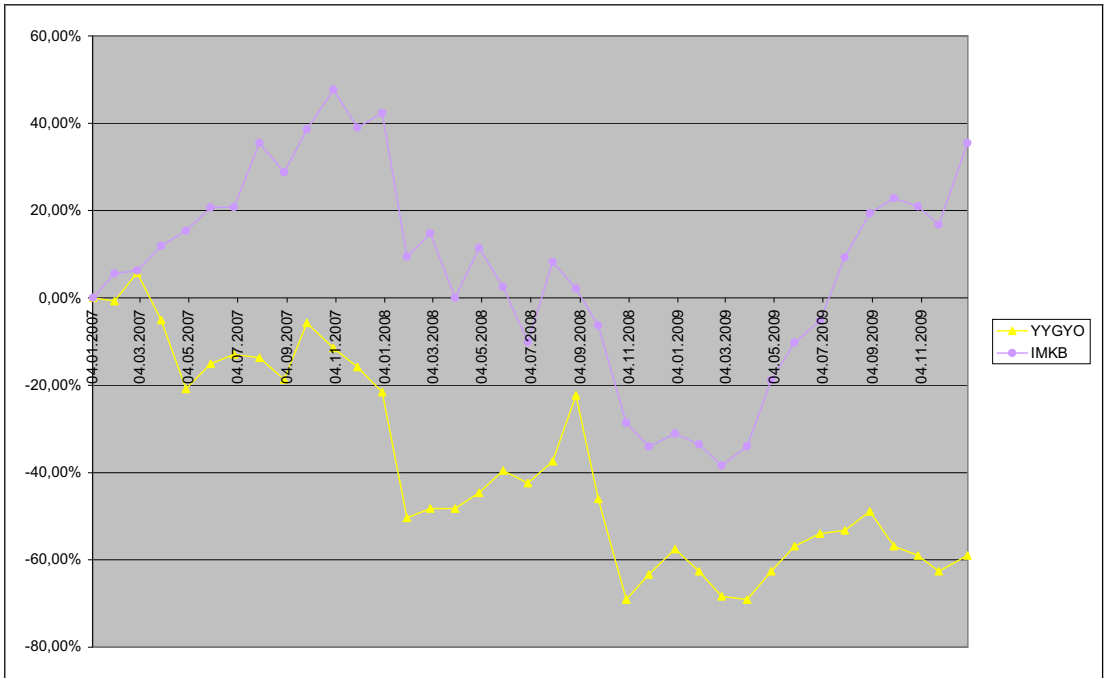
Şekil 6.'da YY Gayrimenkul Ortaklığı'nın İMKB pazar ortalaması ile haftalık hisse senedi performans karşılaştırması görülebilir.

**Şekil 6. YGYO – İMKB Ortalaması Haftalık Hisse Senedi Performans Karşılaştırması**



Şekil 7.'de YY Gayrimenkul Ortaklığı'nın İMKB pazar ortalaması ile hisse senedi performans karşılaştırması aylık olarak görülebilir.

**Şekil 7. YGYO – İMKB Ortalaması Aylık Hisse Senedi Performans Karşılaştırması**





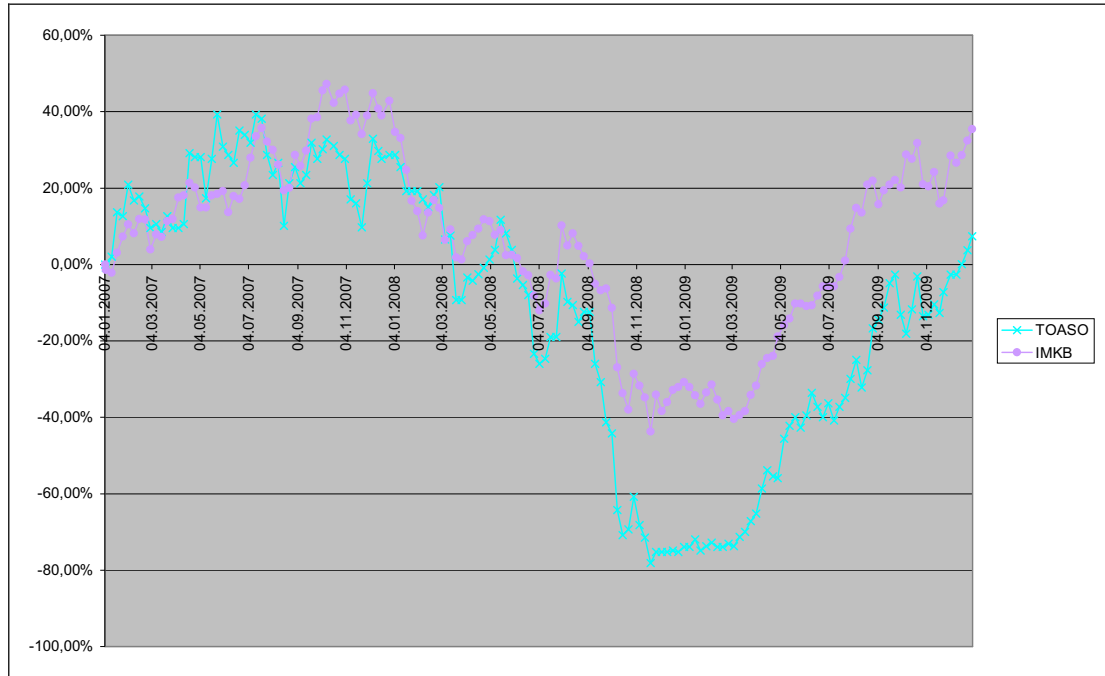
YY Gayrimenkul Ortaklığı kurumsal yönetim endeksine erken giren şirketlerden biri olmasına karşın, performans açısından pazardan hiçbir üstünlüğü bulunmamaktadır. Bu şirketin bu denli düşük performansının sebebi spekülasyon hareketleri ya da yatırımcıların kısa vadeli işlemlerinde şirketi sürekli zor durumda bırakmalarının ihtimali sayılabilir. Şirket İMKB'ye göre düşük performans sergilese de zaman zaman İMKB ile paralel gittiği de olmuştur. Ancak, çoğu zaman paralellik aşarak daha düşük performans aralıklarına da saptığı gözlenmiştir.

#### 3.4.1.4. Tofaş Türk Otomobil Fabrikası A.Ş.'nin Analizi

Tofaş Türk Otomobil Fabrikası A.Ş.'nin 2007 yılının ilk işlem günü ile 2009 yılının son işlem günü arasındaki hisse senedi yüzdesel getiri grafikleri ile İMKB puan endeksinin yüzdesel artış azalış grafikleri olan bu bölümde, işletmenin pazar ortalamasından daha yüksek ya da daha düşük getiri oranı elde edip etmediği analiz edilecektir.

Şekil 8.'de Tofaş Türk Otomobil Fabrikası A.Ş.'nin İMKB pazar ortalaması ile haftalık hisse senedi performans karşılaştırması görülebilir.

**Şekil 8. TOASO – İMKB Ortalaması Haftalık Hisse Senedi Performans Karşılaştırması**



Şekil 9.'de Tofaş Türk Otomobil Fabrikası A.Ş.'nin İMKB pazar ortalaması ile aylık hisse senedi performans karşılaştırması görülebilir.

**Şekil 9. TOASO – İMKB Ortalaması Aylık Hisse Senedi Performans Karşılaştırması**



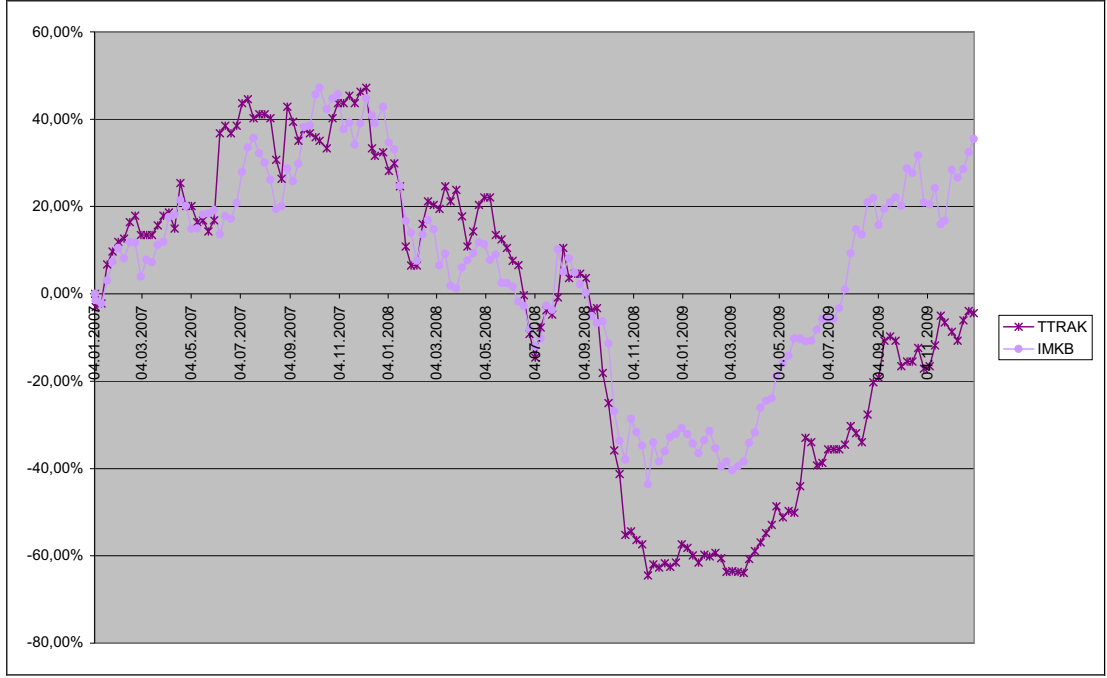
Tofaş Türk Otomobil Fabrikası A.Ş. 2007 yılı ilk yarısında Kurumsal Yönetim Endeksine girmesine karşın, 2008 yılında kadar İMKB ile benzer eğilimler göstermiştir. Ancak 2008 yılından 2009 sonuna kadar hisse senedi performansında ciddi bir azalış göstererek iniş çıkış paralelliğine devam etmiştir. Bu hisse senedi performansının azalış sebebini 2008 yılındaki küresel ekonomik krize ve otomobil sanayilerini daha fazla etkilemesine bağlanabilir. Kurumsal Yönetim ilkelerine bağlı olmasının bu performanstaki azalışı daha ciddi boyutlara getirmediği söylenebilir.

#### **3.4.1.5. Türk Traktör ve Ziraat Makineleri A.Ş.’nin Analizi**

Türk Traktör ve Ziraat Makineleri A.Ş.’nin 2007 yılının ilk işlem günü ile 2009 yılının son işlem günü arasındaki hisse senedi yüzdesel getiri grafikleri ile İMKB puan endeksinin yüzdesel artış azalış grafikleri olan bu bölümde, işletmenin pazar ortalamasından daha yüksek ya da daha düşük getiri oranı elde edip etmediği analiz edilecektir.

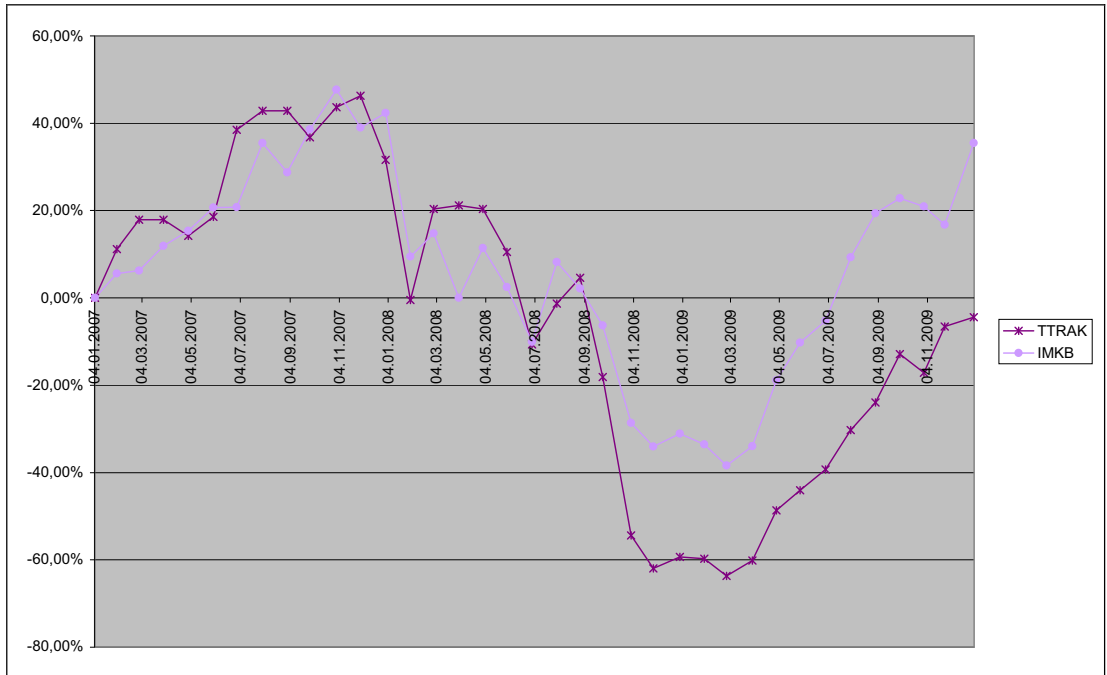
Şekil 10.’da Türk Traktör ve Ziraat Makineleri A.Ş.’nin İMKB pazar ortalaması ile haftalık hisse senedi performans karşılaştırması görülebilir.

**Şekil 10. TTRAK – İMKB Ortalaması Haftalık Hisse Senedi Performans Karşılaştırması**



Şekil 11.'de Türk Traktör ve Ziraat Makineleri A.Ş.'nin İMKB pazar ortalaması ile aylık hisse senedi performans karşılaştırması görülebilir.

**Şekil 11. TTRAK – İMKB Ortalaması Aylık Hisse Senedi Performans Karşılaştırması**



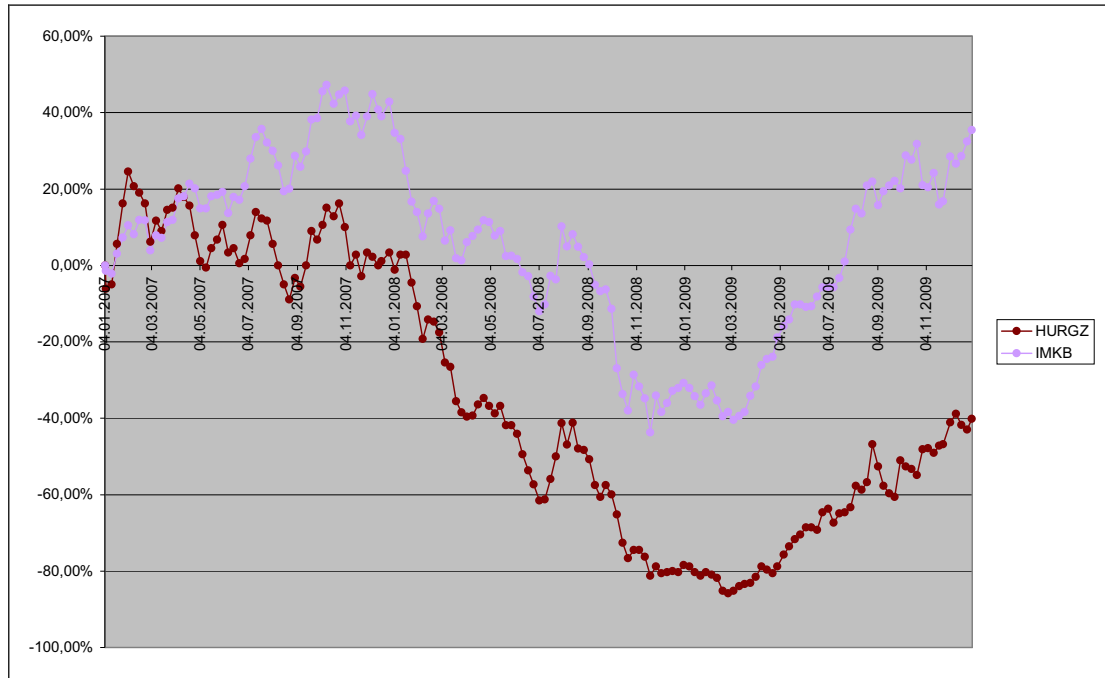
Türk Traktör ve Ziraat Makineleri A.Ş. 2007 yılının ikinci yarısında Kurumsal Yönetim Endeksine tabi olan şirketlerden biridir. 2008 yılına kadar Kurumsal Yönetim Endeksi'ne tabi olmak şirket için başarı sağlamıştır. Ancak yine 2008 yılındaki küresel ekonomik kriz bu şirketi de hisse senetleri açısından İMKB endeksine göre performans azalışına sürüklemiştir. İMKB'den çok daha düşük performansla ilerlese de yine azalış ve artış noktalarında İMKB ile paralellik sağladığı görülmektedir.

#### 3.4.1.6. Hürriyet Gazetesi'nin Analizi

Hürriyet Gazetesi'nin 2007 yılının ilk işlem günü ile 2009 yılının son işlem günü arasındaki hisse senedi yüzdesel getiri grafikleri ile İMKB puan endeksinin yüzdesel artış azalış grafikleri olan bu bölümde, Hürriyet Gazetesi'nin İMKB ortalamasından daha yüksek ya da daha düşük performans elde edip etmediği analiz edilecektir.

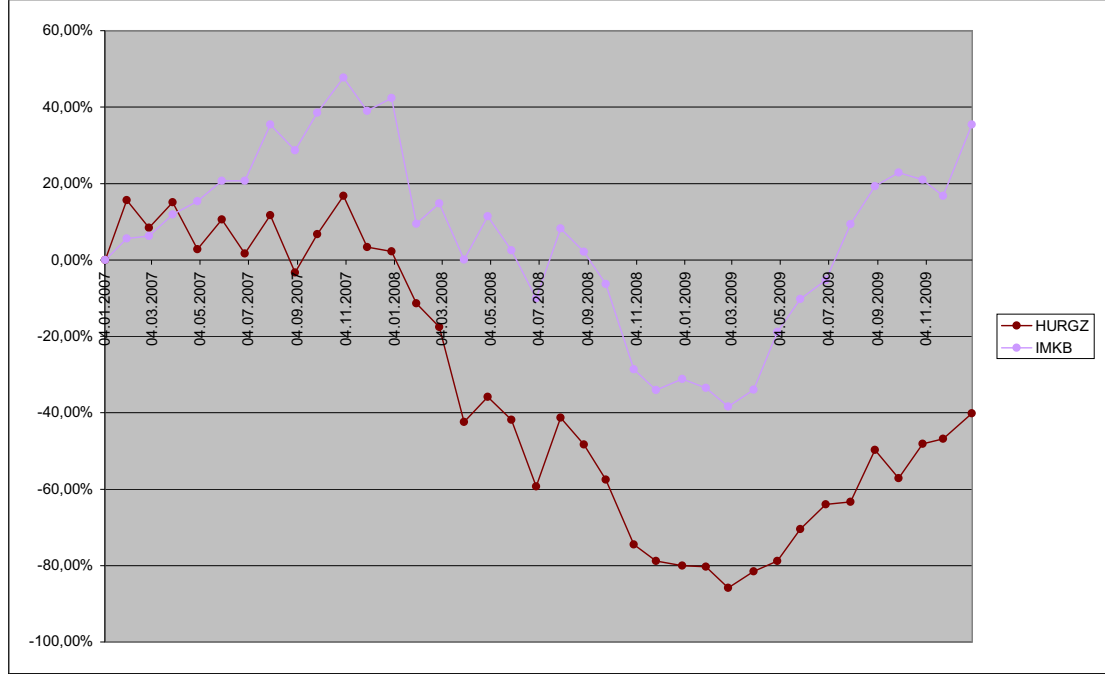
Şekil 12.'de Hürriyet Gazetesi'nin İMKB pazar ortalaması ile haftalık hisse senedi performans karşılaştırması görülebilir.

#### Şekil 12. HURGZ – İMKB Ortalaması Haftalık Hisse Senedi Performans Karşılaştırması



Şekil 13.'te Hürriyet Gazetesi'nin İMKB pazar ortalaması ile aylık hisse senedi performans karşılaştırması görülebilir.

### Şekil 13. HURGZ – İMKB Ortalaması Aylık Hisse Senedi Performans Karşılaştırması



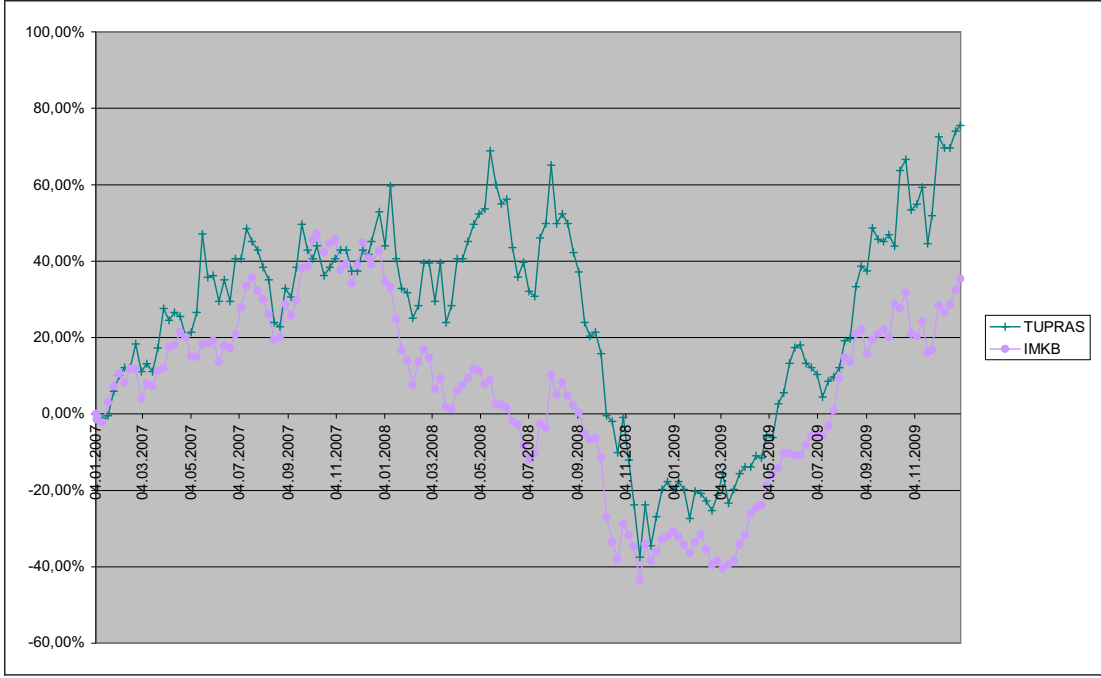
Hürriyet Gazetesi 2007 yılının sonlarına doğru İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi'ne tabi olmuştur. Bu şirket iniş ve çıkışlarda tüm İMKB ile paralellik gösterse de, hisse senedi performansı zaman zaman %80'lere varan düşüşler sergilemiştir. 04.01.2007 tarihini başlangıç kabul ederek 31.12.2009 sonu itibariyle hisse senedi performansına bakarsak İMKB endeksi %35'lere varan performans artışı sağlarken Hürriyet Gazetesi %40 gibi bir oranla değer kaybetmiştir. Bu açıdan Kurumsal Yönetim Endeksi'ne tabi olmanın bu şirkete sağladığı performansı hisse senedi açısından değerlendirilemez.

#### 3.4.1.7. Tüpraş Türkiye Petrol Rafinerileri A.Ş.'nin Analizi

Tüpraş Türkiye Petrol Rafinerileri A.Ş.'nin 2007 yılının ilk işlem günü ile 2009 yılının son işlem günü arasındaki hisse senedi yüzdesel getiri grafikleri ile İMKB puan endeksinin yüzdesel artış azalış grafikleri olan bu bölümde, işletmenin İMKB ortalamasından daha yüksek ya da daha düşük performans elde edip etmediği analiz edilecektir.

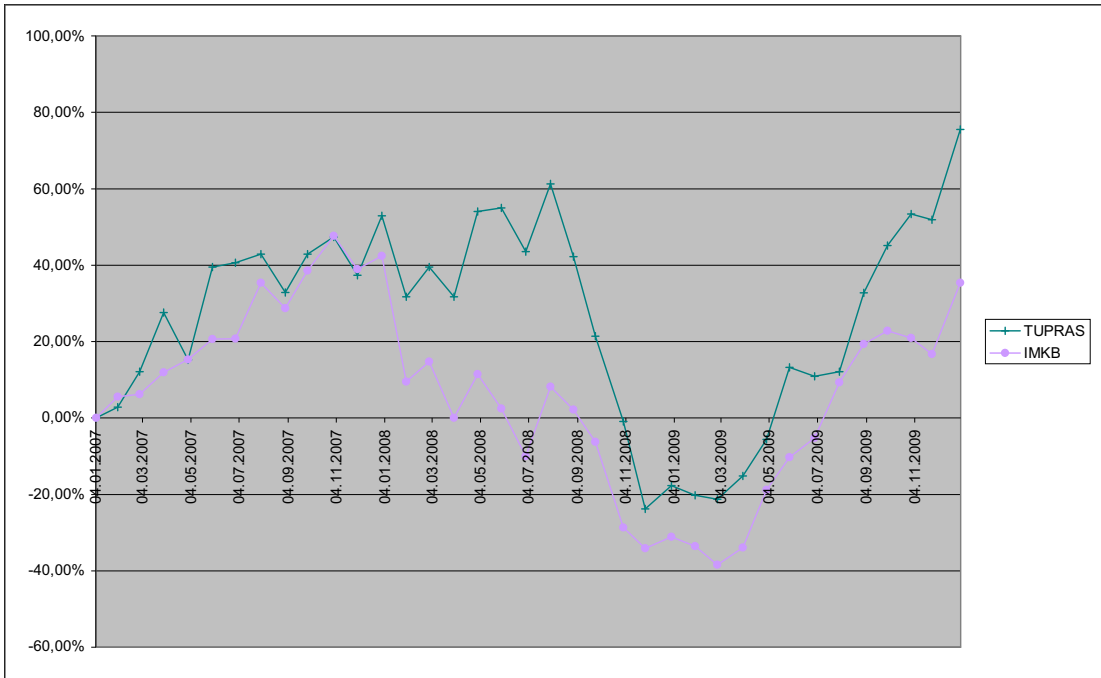
Şekil 14.'te Tüpraş Türkiye Petrol Rafinerileri A.Ş.'nin İMKB pazar ortalaması ile haftalık hisse senedi performans karşılaştırması görülebilir.

**Şekil 14. TUPRS – İMKB Ortalaması Haftalık Hisse Senedi Performans Karşılaştırması**



Şekil 15.'te Tüpraş Türkiye Petrol Rafinerileri A.Ş.'nin İMKB pazar ortalaması ile aylık hisse senedi performans karşılaştırması görülebilir.

**Şekil 15. TUPRS – İMKB Ortalaması Aylık Hisse Senedi Performans Karşılaştırması**



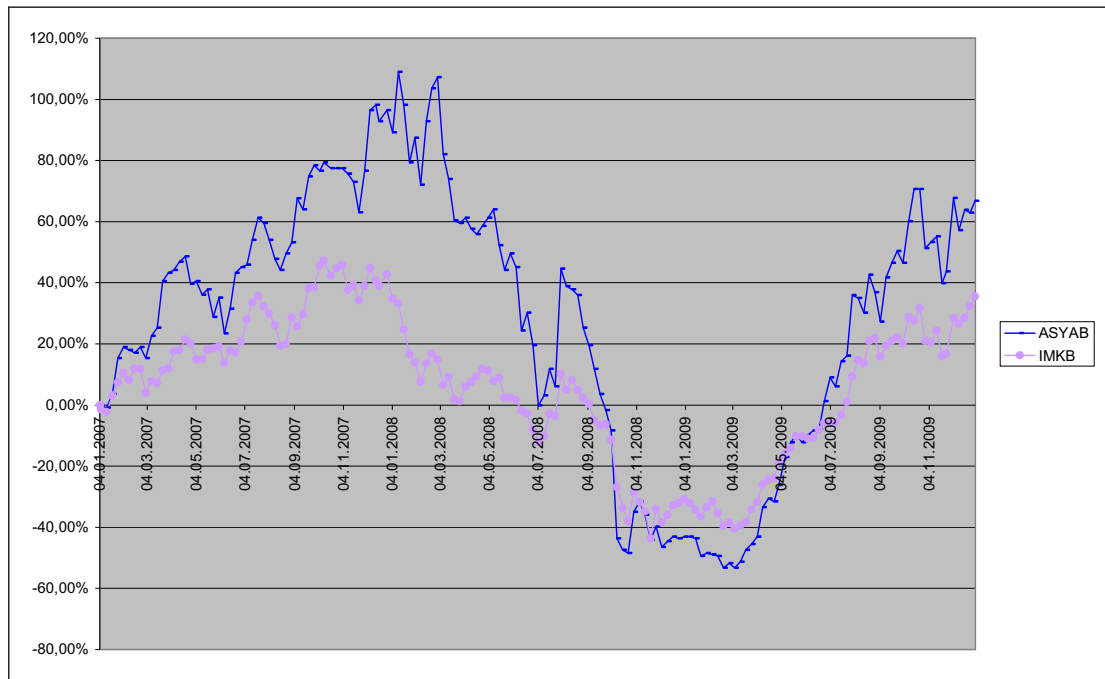
Tüpraş Türkiye Petrol Rafinerileri A.Ş. 2007 yılının son çeyreğinde Kurumsal Yönetim Endeksi'ne tabi olmuştur. Bu şirket hisse senedi performansı açısından İMKB'den sürekli üstün gelmiştir. 2008 yılı kriz günlerinde bile İMKB kadar performans kaybı gözlenmemiştir. Kriz sonunda ise 2009 yılının ikinci yarısında İMKB'ye göre daha hızlı ataklar yapmıştır. Bu yüksek performansın nedenini Türkiye'nin en gözde şirketlerinden biri olmasını ayrıca, başarılı kurumsal yönetim ilkeleriyle şirketi daha iyi yönettiği söylenebilir.

#### 3.4.1.8. Asya Katılım Bankası'nın Analizi

Asya Katılım Bankası'nın 2007 yılının ilk işlem günü ile 2009 yılının son işlem günü arasındaki hisse senedi yüzdesel getiri grafikleri ile İMKB puan endeksinin yüzdesel artış azalış grafikleri olan bu bölümde, işletmenin İMKB ortalamasından daha yüksek ya da daha düşük performans elde edip etmediği analiz edilecektir.

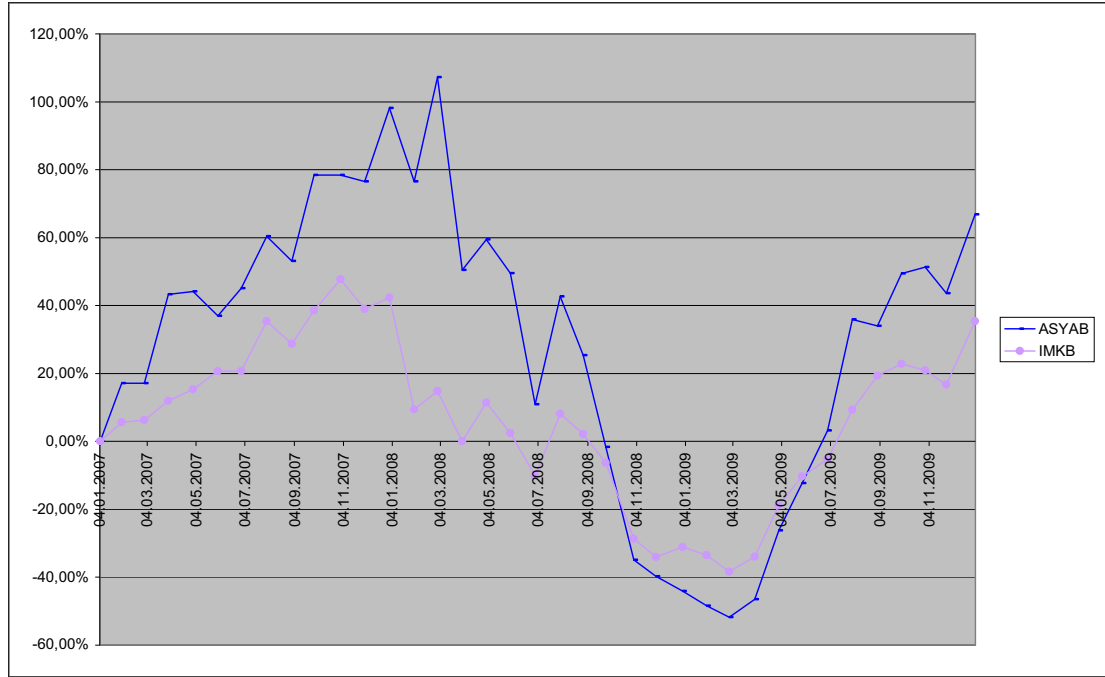
Şekil 16.'da Asya Katılım Bankası'nın İMKB pazar ortalaması ile haftalık hisse senedi performans karşılaştırması görülebilir.

**Şekil 16. ASYAB – İMKB Ortalaması Haftalık Hisse Senedi Performans Karşılaştırması**



Şekil 17'de Asya Katılım Bankası'nın İMKB pazar ortalaması ile aylık hisse senedi performans karşılaştırması görülebilir.

**Şekil 17. ASYAB – İMKB Ortalaması Aylık Hisse Senedi Performans Karşılaştırması**



Asya Katılım Bankası ilk defa kurumsal yönetim puanını 2 Temmuz 2008 yılında almıştır. Bu tarihten itibaren Kurumsal Yönetim Endeksine tabi olan Banka, 2008 yılı sonundaki küresel ekonomik krize kadar hisse senedi açısından İMKB ortalamasının üstünde performans sergilemiştir. Kriz zamanlarında İMKB'ye göre çok büyük olmasa da düşük performans sergilese de kısa zamanda bu etkiden kurtulmuş ve 2009 yılının ikinci yarısında yine İMKB'ye göre daha iyi performans sergilemiştir. Kurumsal Yönetim ilkelerinin başarıyla uygulanışı bu performansı arttırdığı söylenebilir.

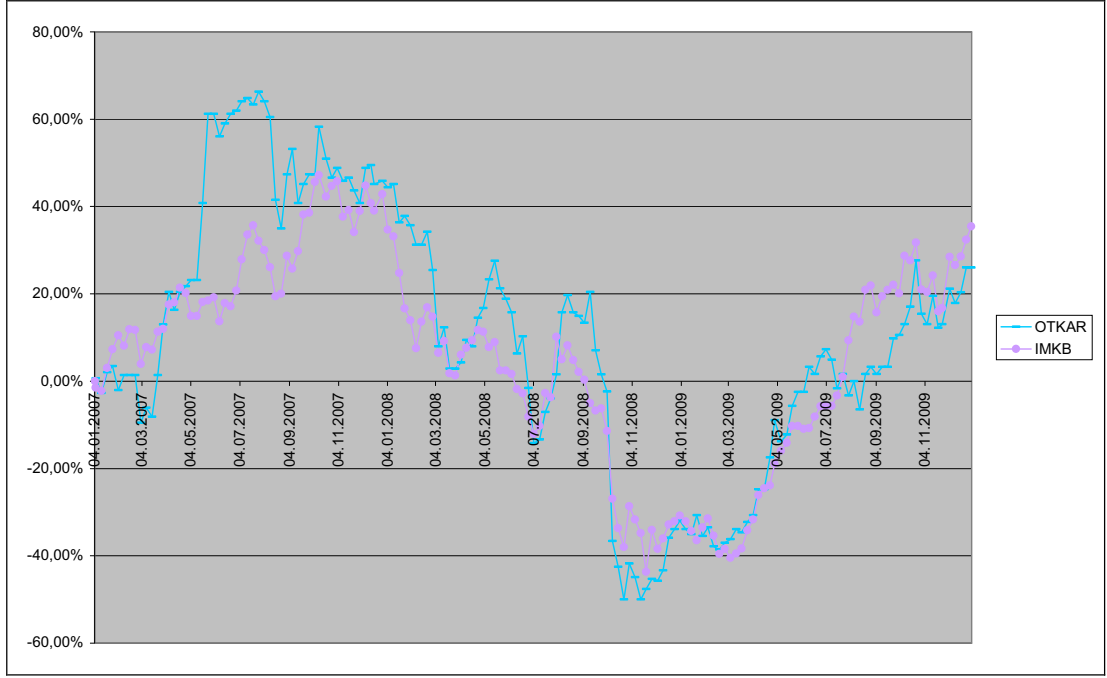
#### **3.4.1.9. Otokar Otobüs Karoseri Sanayi A.Ş.'nin Analizi**

Otokar Otobüs Karoseri Sanayi A.Ş.'nin 2007 yılının ilk işlem günü ile 2009 yılının son işlem günü arasındaki hisse senedi yüzdesel getiri grafikleri ile İMKB puan endeksinin yüzdesel artış azalış grafikleri olan bu bölümde, Otokar Otobüs Karoseri Sanayi A.Ş.'nin İMKB ortalamasından daha yüksek ya da daha düşük performans elde edip etmediği analiz edilecektir.

Şekil 18.'de Otokar Otobüs Karoseri Sanayi A.Ş.'nin İMKB pazar ortalaması ile haftalık hisse senedi performans karşılaştırması görülebilir.

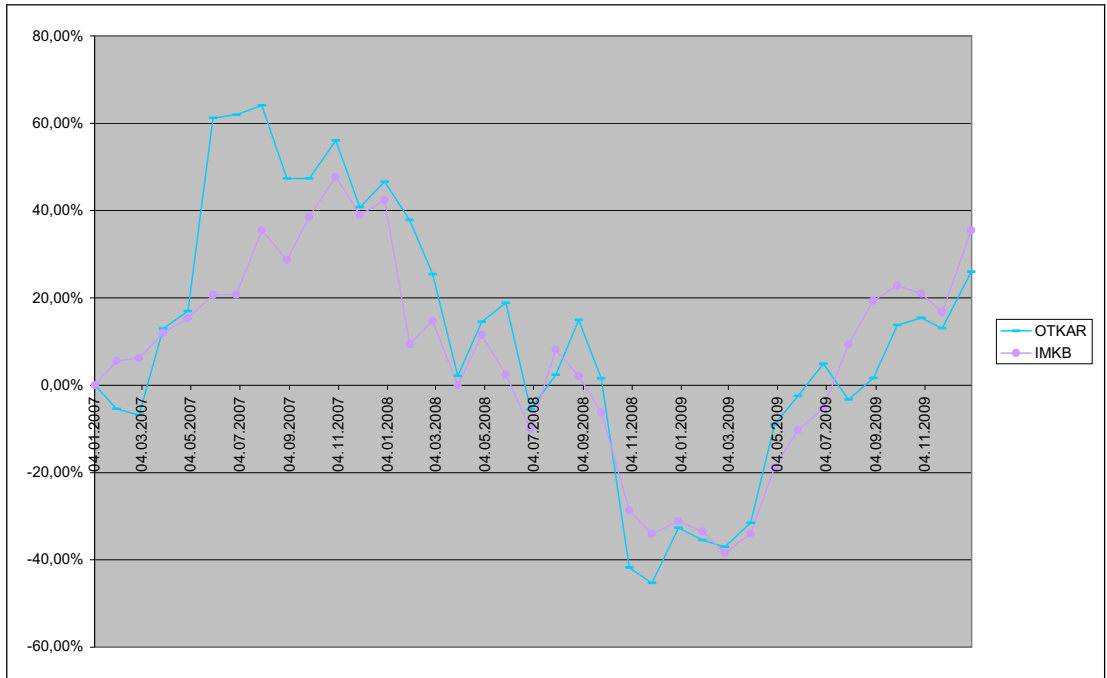


**Şekil 18. OTKAR – İMKB Ortalaması Haftalık Hisse Senedi Performans Karşılaştırması**



Şekil 19.'da Otokar Otobüs Karoseri Sanayi A.Ş.'nin İMKB pazar ortalaması ile aylık hisse senedi performans karşılaştırması görülebilir.

**Şekil 19. OTKAR – İMKB Ortalaması Aylık Hisse Senedi Performans Karşılaştırması**



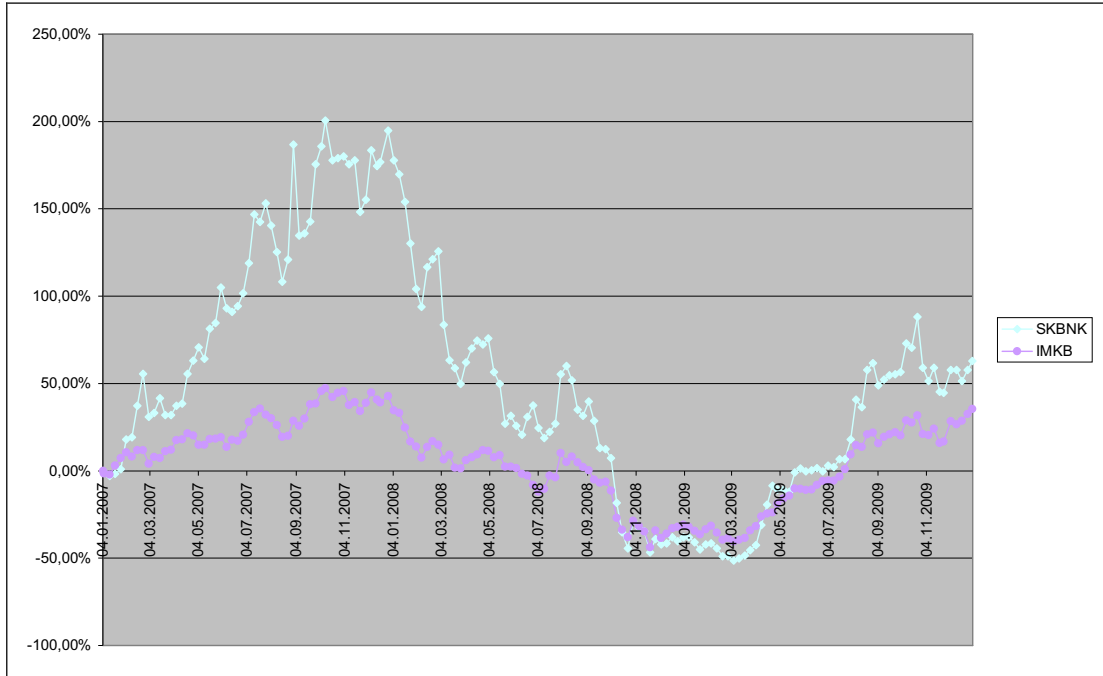
Otokar Otobüs Karoseri Sanayi A.Ş. 2008 yılında Kurumsal Yönetim Endeksine tabi olan şirketlerden biridir. Bu şirket izlenen 3 yıl boyunca da İMKB ile hemen hemen aynı performansı sergilemiştir. Bu nedenle Kurumsal yönetim ilkelerinin başarıya veya başarısızlığa etkisini bu değerlendirmeyeyle saptamak oldukça güç görünmektedir. Ancak 2008 yılındaki krizden bir ağır sanayi şirketi olan bu şirketin İMKB'ye göre çok düşük performansının olmaması kurumsal yönetim ilkeleriyle bir parça bağdaştırılabilir.

#### 3.4.1.10. Şekerbank'ın Analizi

Şekerbank'ın 2007 yılının ilk işlem günü ile 2009 yılının son işlem günü arasındaki hisse senedi yüzdesel getiri grafikleri ile İMKB puan endeksinin yüzdesel artış azalış grafikleri olan bu bölümde, Şekerbank'ın İMKB ortalamasından daha yüksek ya da daha düşük performans elde edip etmediği analiz edilecektir.

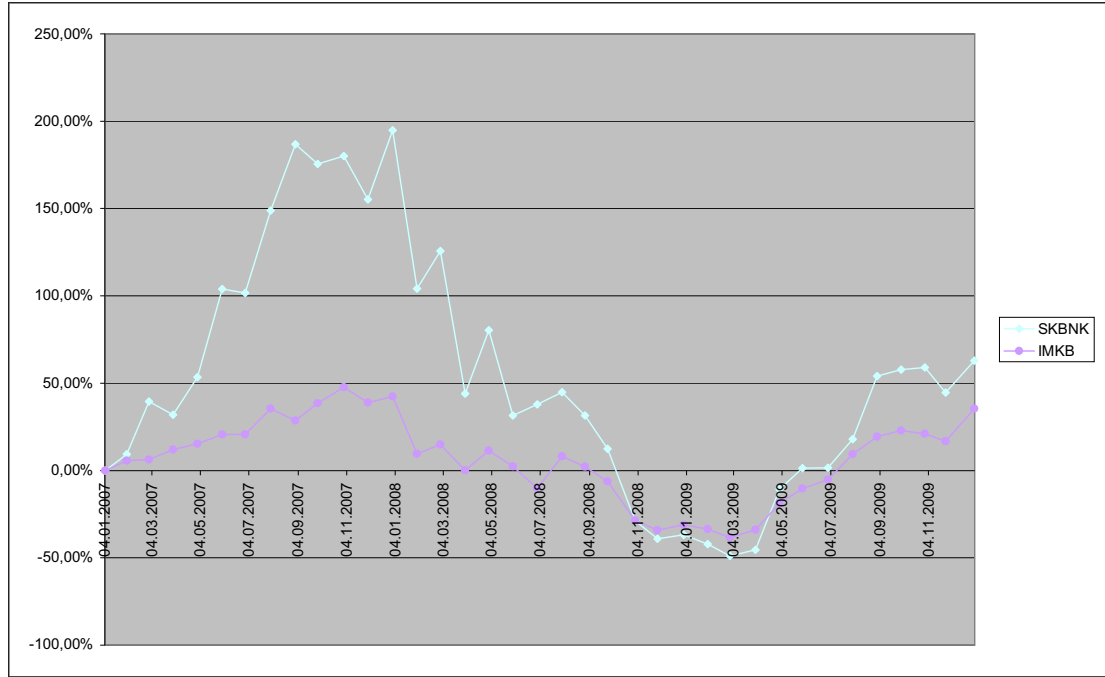
Şekil 20.'de Şekerbank'ın İMKB pazar ortalaması ile haftalık hisse senedi performans karşılaştırması görülebilir.

#### Şekil 20. SKBNK – İMKB Ortalaması Haftalık Hisse Senedi Performans Karşılaştırması



Şekil 21.'de Şekerbank'ın İMKB pazar ortalaması ile aylık hisse senedi performans karşılaştırması görülebilir.

**Şekil 21. SKBNK – İMKB Ortalaması Aylık Hisse Senedi Performans Karşılaştırması**



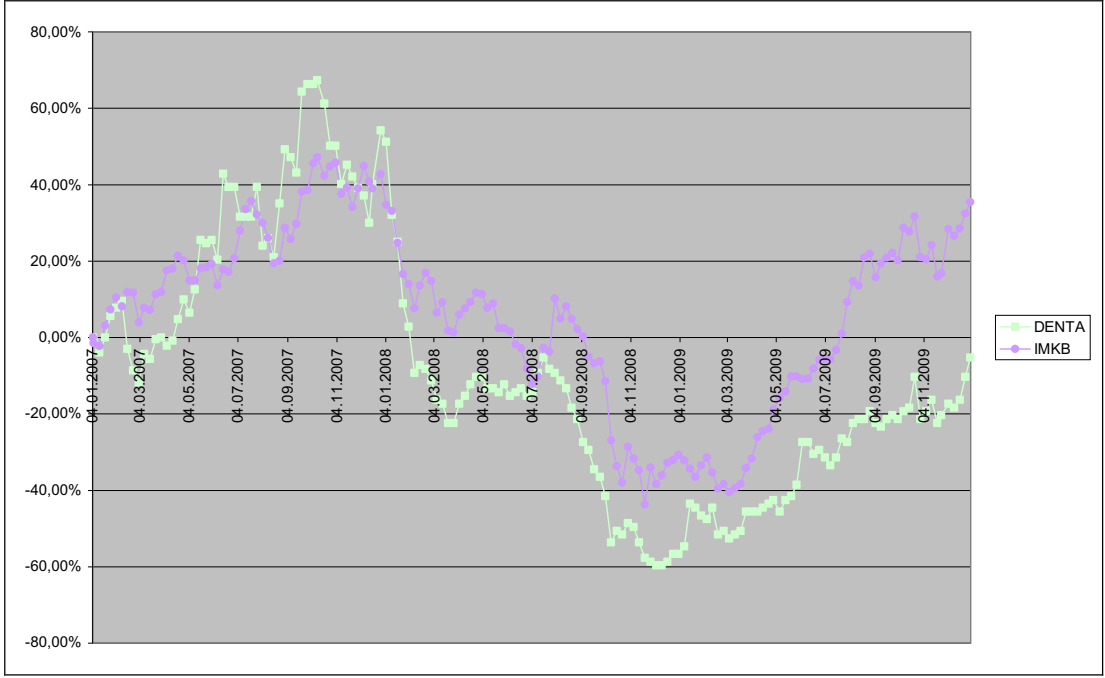
Şekerbank Kurumsal Yönetim puanı alan bir başka şirkettir. Bu puanı alana kadar İMKB'ye göre çok yüksek bir performans elde etse de 2008 sonundaki küresel ekonomik kriz, bu şirketi de İMKB ortalamasına yakın bir performans kaybına sürüklemiştir. Krizden çabuk toparlanan bu banka 2009'un ikinci yarısından itibaren İMKB'nin ortalama hisse senedi performansını geride bırakarak daha büyük performans elde etmiştir. Bu çabuk toparlanmayı Kurumsal Yönetim İlkeleri ile bağdaştırabilse de küresel ekonomik krizin, daha önceki krizlerden ders alınarak sağlam yapıya kavuşturulan Türkiye bankalarını az etkilediği söylenebilir.

#### **3.4.1.11. Dentaş Ambalaj ve Kâğıt Sanayi A.Ş.'nin Analizi**

Dentaş Ambalaj ve Kâğıt Sanayi A.Ş.'nin 2007 yılının ilk işlem günü ile 2009 yılının son işlem günü arasındaki hisse senedi yüzdesel getiri grafikleri ile İMKB puan endeksinin yüzdesel artış azalış grafikleri olan bu bölümde, Dentaş Ambalaj ve Kağıt Sanayi A.Ş.'nin İMKB ortalamasından daha yüksek ya da daha düşük performans elde edip etmediği analiz edilecektir.

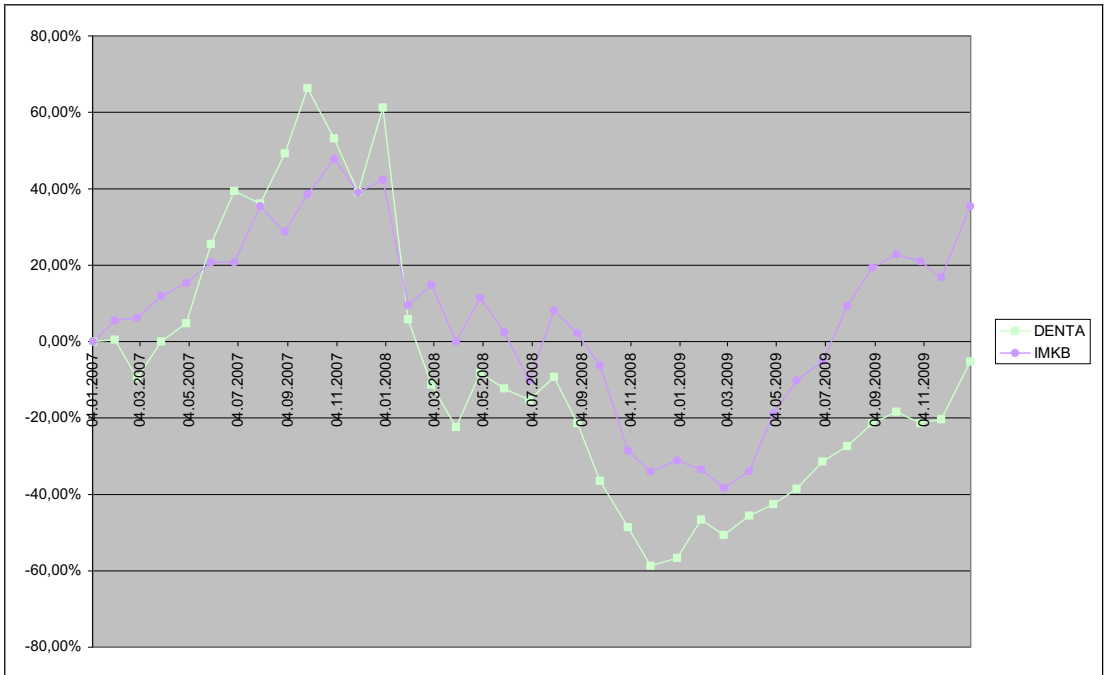
Şekil 22.'de Dentaş Ambalaj ve Kağıt Sanayi A.Ş.'nin İMKB pazar ortalaması ile haftalık hisse senedi performans karşılaştırması görülebilir.

**Şekil 22. DENTA – İMKB Ortalaması Haftalık Hisse Senedi Performans Karşılaştırması**



Şekil 23.'te Dentaş Ambalaj ve Kâğıt Sanayi A.Ş.'nin İMKB pazar ortalaması ile aylık hisse senedi performans karşılaştırması görülebilir.

**Şekil 23. DENTA – İMKB Ortalaması Aylık Hisse Senedi Performans Karşılaştırması**



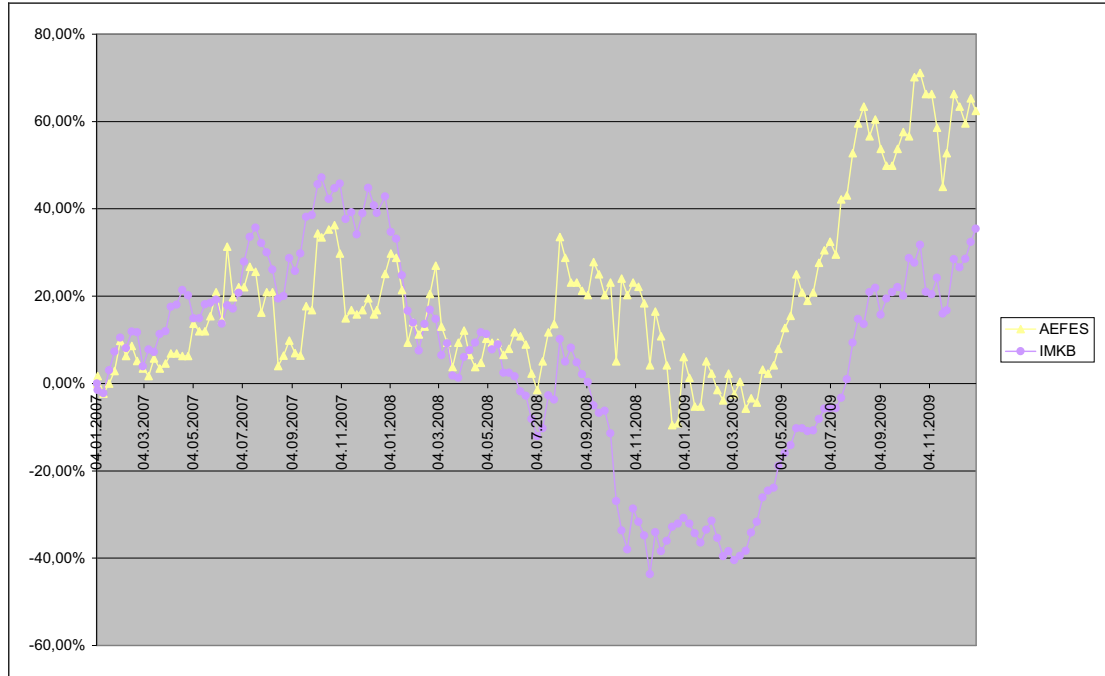
Dentaş Ambalaj ve Kâğıt Sanayi A.Ş. kurumsal yönetim ilkelerini başarıyla uygulayan bir şirket olsa da hisse senedi performansı kurumsal yönetim puanı aldığı ve Kurumsal Yönetim Endeksine tabi olduğu günden beri İMKB ortalamasını geçememiştir. Bu düşük performansı kurumsal yönetim ilkelerine değil de şirketin az bilinen ve talep görmeyen hisselerine bağlanabilir.

#### 3.4.1.12. Anadolu Efes Biracılık ve Malt Sanayi A.Ş'nin Analizi

Anadolu Efes Biracılık ve Malt Sanayi A.Ş'nin 2007 yılının ilk işlem günü ile 2009 yılının son işlem günü arasındaki hisse senedi yüzdesel getiri grafikleri ile İMKB puan endeksinin yüzdesel artış azalış grafikleri olan bu bölümde, işletmenin pazar ortalamasından daha yüksek ya da daha düşük performans elde edip etmediği analiz edilecektir.

Şekil 24.'te Anadolu Efes Biracılık ve Malt Sanayi A.Ş'nin İMKB pazar ortalaması ile haftalık hisse senedi performans karşılaştırması görülebilir.

#### Şekil 24. AEFES – İMKB Ortalaması Haftalık Hisse Senedi Performans Karşılaştırması



Şekil 25.'te Anadolu Efes Biracılık ve Malt Sanayi A.Ş'nin İMKB pazar ortalaması ile aylık hisse senedi performans karşılaştırması görülebilir.

**Şekil 25. AEFES – İMKB Ortalaması Aylık Hisse Senedi Performans Karşılaştırması**



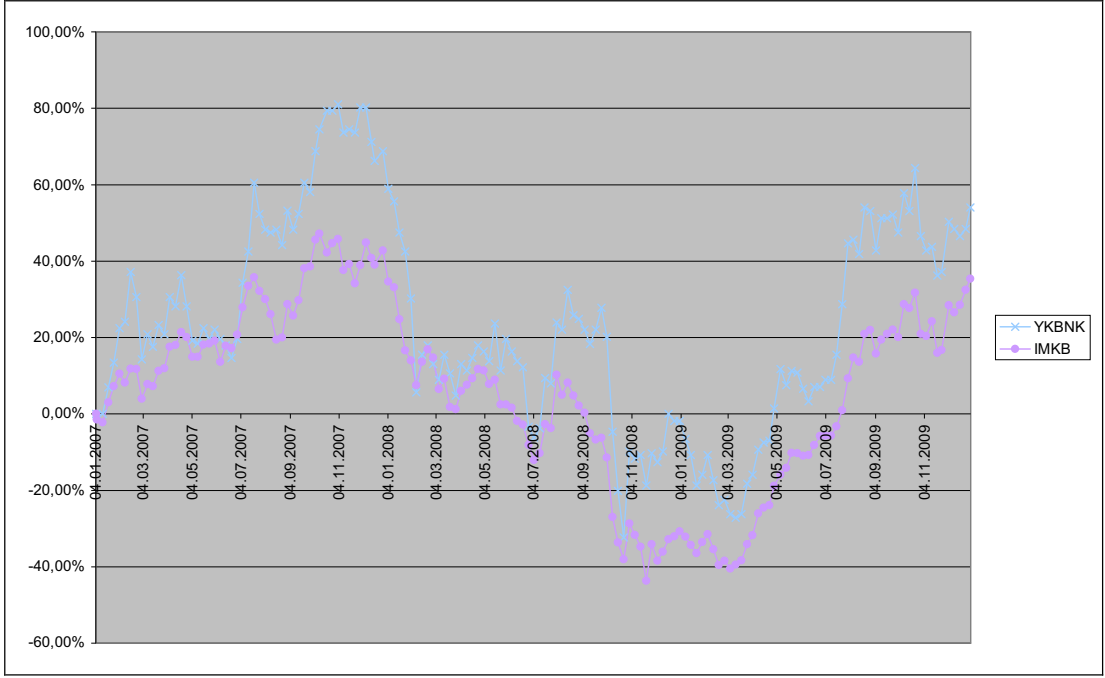
Anadolu Efes Biracılık ve Malt Sanayi A.Ş Kurumsal Yönetim Endeksine 2008 yılı ortasında tabi olmuştur. Bu endekse tabi olana kadar hisse senedi açısından İMKB ile paralel gitse de endekse girdikten sonra İMKB’yi geride bırakarak onun çok üzerinde performans sergilediği görülmüştür. 2008 yılındaki küresel ekonomik krizden hisse senedi performansı açısından az etkilendiği söylenebilir. Kimi zaman %45’lere varan İMKB’den daha iyi performansını kurumsal yönetim ilkeleriyle bağdaştırmak doğru olabilir. Çünkü kurumsal yönetim puanı almadan önceki durumuna göre tam bir hisse senedi performans başarısı sergilemiştir.

### **3.4.1.13. Yapı ve Kredi Bankası A.Ş’nin Analizi**

Yapı ve Kredi Bankası A.Ş’nin 2007 yılının ilk işlem günü ile 2009 yılının son işlem günü arasındaki hisse senedi yüzdesel getiri grafikleri ile İMKB puan endeksinin yüzdesel artış azalış grafikleri olan bu bölümde, işletmenin İMKB ortalamasından daha yüksek ya da daha düşük performans elde edip etmediği analiz edilecektir.

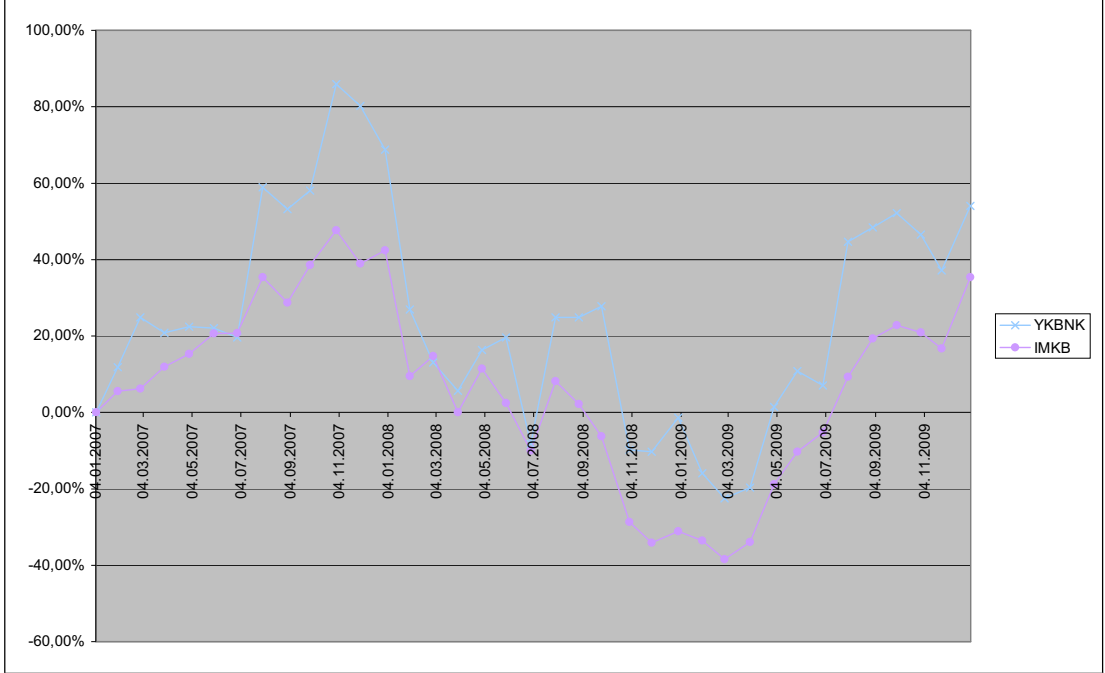
Şekil 26.’da Yapı ve Kredi Bankası A.Ş’nin İMKB pazar ortalaması ile haftalık hisse senedi performans karşılaştırması görülebilir.

**Şekil 26. YKBNK – İMKB Ortalaması Haftalık Hisse Senedi Performans Karşılaştırması**



Şekil 27.'de Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.'nin İMKB pazar ortalaması ile aylık hisse senedi performans karşılaştırması görülebilir.

**Şekil 27. YKBNK – İMKB Ortalaması Aylık Hisse Senedi Performans Karşılaştırması**



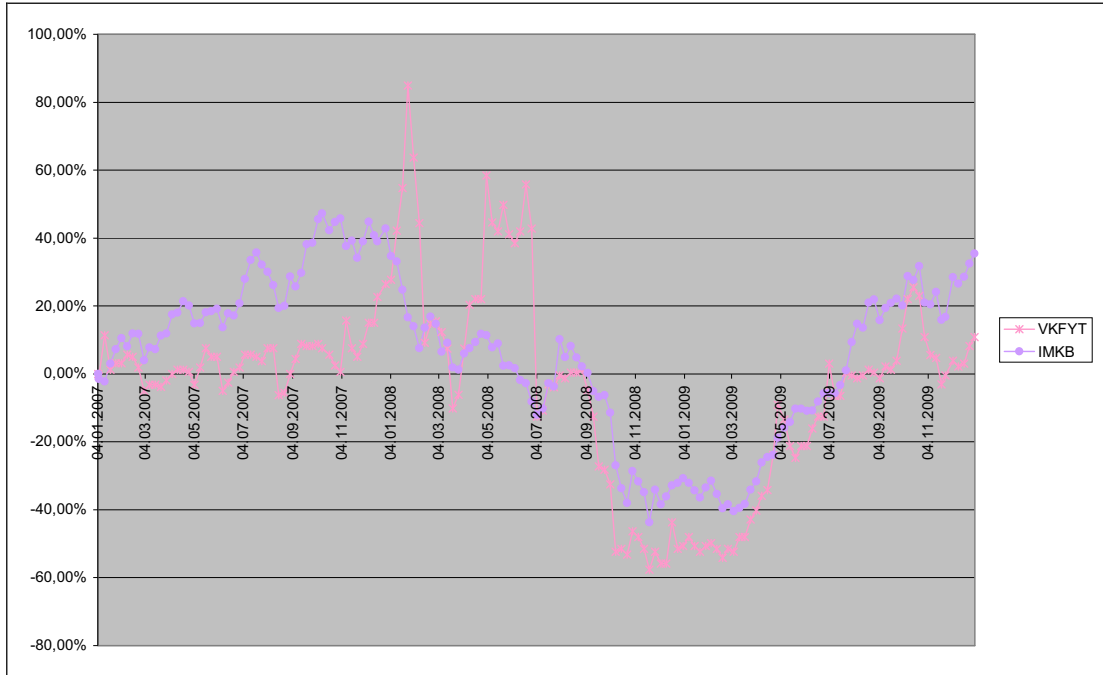
Yapı ve Kredi Bankası A.Ş kurumsal yönetim puanı almadan önce de kurumsal yönetim puanı aldıktan sonra da; yani izlenen 3 yıl boyunca hisse senedi performansında İMKB'den daha iyi performans sergilediği görülmektedir. Bu şirket, 2008 yılında ilk kurumsal yönetim puanını aldıktan sonra; hisse senedi performans çizgisi İMKB ile paralel olsa da her zaman İMKB'den daha başarılı gitmiştir. Kurumsal yönetim puanı almadan önce İMKB ile hisse senedi performansında kesişen tarihleri de olsa kurumsal yönetim puanı aldıktan ve İMKB Kurumsal Yönetim endeksine girdikten sonra İMKB ile hisse senedi performans açısından hiç kesişme olmamıştır.

#### 3.4.1.14. Vakıf Yatırım Ortaklığı'nın Analizi

Vakıf Yatırım Ortaklığı'nın 2007 yılının ilk işlem günü ile 2009 yılının son işlem günü arasındaki hisse senedi yüzdesel getiri grafikleri ile İMKB puan endeksinin yüzdesel artış azalış grafikleri olan bu bölümde, işletmenin İMKB ortalamasından daha yüksek ya da daha düşük performans elde edip etmediği analiz edilecektir.

Şekil 28.'de Vakıf Yatırım Ortaklığı'nın İMKB pazar ortalaması ile haftalık hisse senedi performans karşılaştırması görülebilir.

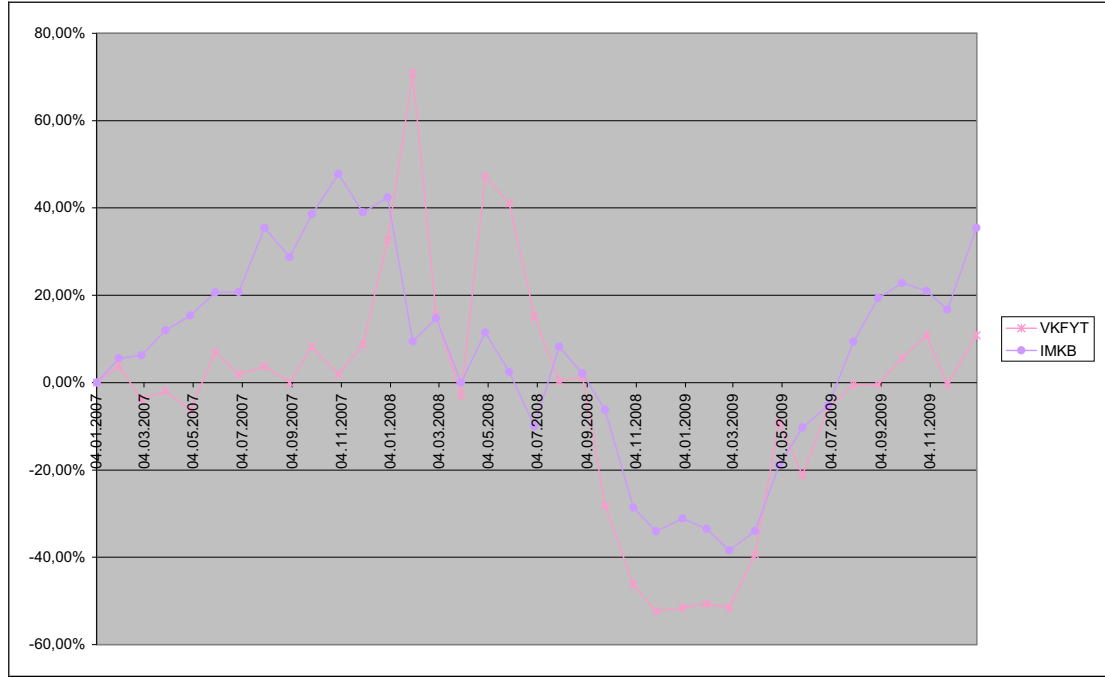
#### Şekil 28. VKFYT – İMKB Ortalaması Haftalık Hisse Senedi Performans Karşılaştırması





Şekil 29.'da Vakıf Yatırım Ortaklığı'nın İMKB pazar ortalaması ile aylık hisse senedi performans karşılaştırması görülebilir.

### Şekil 29. VKFYT – İMKB Ortalaması Aylık Hisse Senedi Performans Karşılaştırması



Vakıf Yatırım Ortaklığı 2009 yılının ilk günlerinde Kurumsal Yönetim Endeksi'ne tabi olan bir şirkettir. Bu şirketi hemen hemen 1 yıl izleyebileceğimiz için bu araştırmaya dahil edebildik. Bu şirket 2009 yılına kadar hisse senedi performansında İMKB ile paralel gitse de sürekli İMKB ortalamasını yakalamakta zorlanmıştır. 2008 yılı içerisinde spekülasyon hareketleriyle hisse senedi performansı artmış gibi görünse de bunların çok kısa vadeli olduğunu gözlemleyebiliriz. 2009 yılında ise kurumsal yönetim puanı almasıyla birlikte hisse senedi performansı küresel ekonomik krizin etkisinden hızla kurtulsa da yine de İMKB ortalamasını yakalayamamıştır.

#### 3.4.2. Kurumsal Yönetim Endeksine Tabi Olmuş İşletmeleri Grupsal Analiz

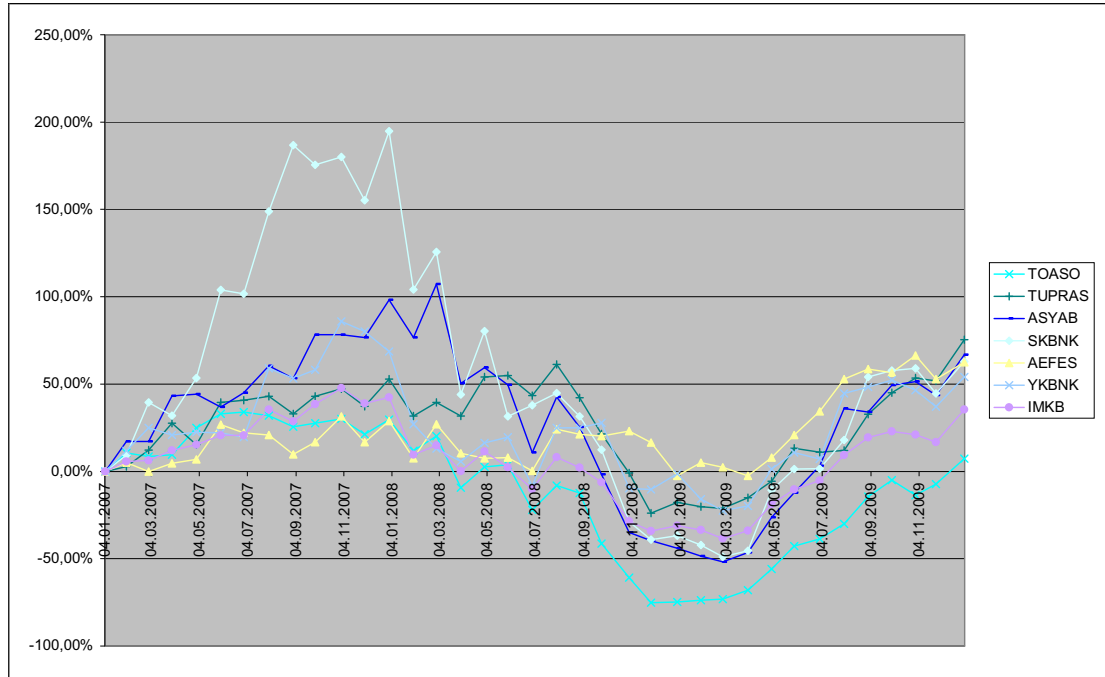
Uygulamanın ikinci kısmı olan bu bölümde İMKB Kurumsal Yönetim Endeksine tabi olmuş, inceleme yapılan 14 şirketi İMKB 30, İMKB 50, İMKB 100 ve bu gruplara dahil olamayanlar olarak sınıflandırma sonucunda bu gruplara dahil olan şirketlerin piyasa getiri grafikleri aylık olarak İMKB puan grafiği ile karşılaştırılarak analiz edilecektir.

### 3.4.2.1. Hem İMKB 30 Endeksindeki Hem de Kurumsal Yönetim Endeksindeki İşletmelerin Analizi

İnceleme yapılan dönem itibariyle İMKB 30 endeksine, incelmeye tabi tutulan kurumsal yönetim endeksine girebilmiş şirketlerden altı tanesi girebilmiştir. Bu altı şirketin 2007 yılının ilk işlem günü ile 2009 yılının son işlem günü arasındaki hisse senedi yüzdesel getiri grafikleri ile İMKB puan endeksinin yüzdesel artış azalış grafikleri olan bu bölümde, bu altı şirketin İMKB ortalamasından daha yüksek ya da daha düşük performans elde edip etmediği analiz edilecektir.

Şekil 30.'da Hem İMKB 30 Endeksindeki hem de İMKB Kurumsal Yönetim Endeksindeki işletmelerin, İMKB pazar ortalaması ile aylık hisse senedi performans karşılaştırması görülebilir.

**Şekil 30. İMKB 30'daki Kurumsal İşletmeler - İMKB Ortalaması Aylık Hisse Senedi Performans Karşılaştırması**



İncelenen dönem itibariyle, incelediğimiz 14 şirketin altı tanesi İMKB 30 Endeksinde bulunmaktadır. Genel hatlarıyla, incelenen dönem sonu olan 2009 sonunda, dönem başına göre bu şirketlerin beş tanesi de İMKB endeksine göre daha iyi piyasa değeri göstermişlerdir. Tofaş Türk Otomobil Fabrikası A.Ş. ise İMKB endeksine göre zayıfa yakın bir performans sergilemesinin nedenini, 2007'deki küresel ekonomik krizin

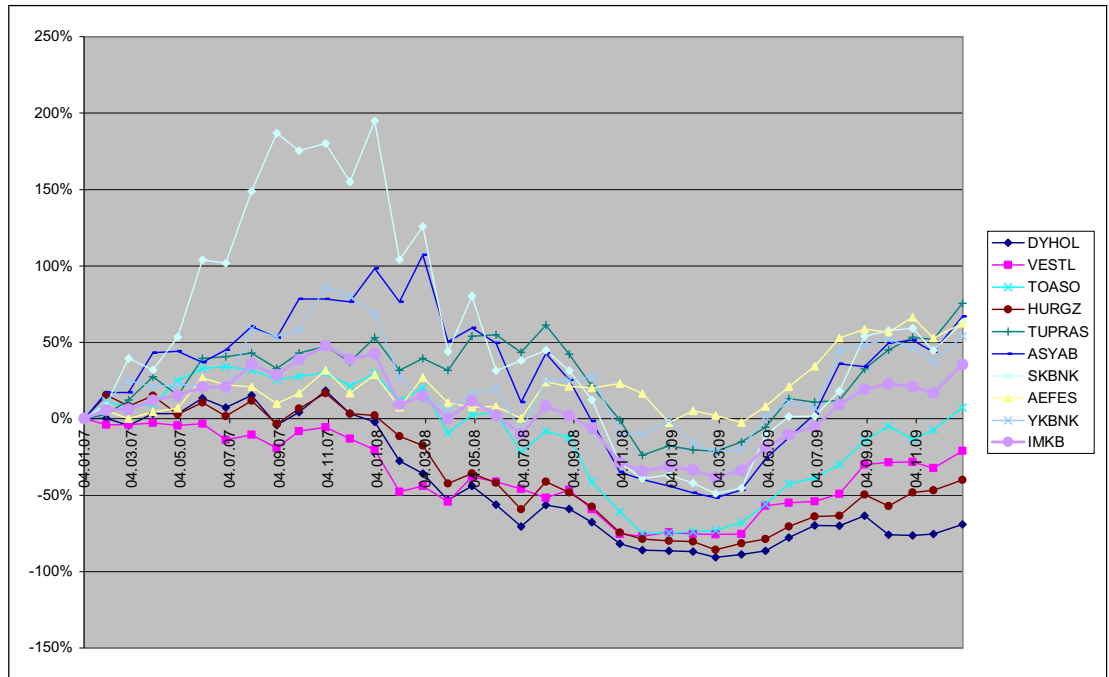
Türkiye’de en çok otomobil sektörünü etkilemesine ve hisse senedi alıcılarının bu açıdan riske girmeyerek, şirketin piyasa değerinin incelenen dönem sonunda İMKB endeksine göre çok daha düşük ölçüde gerçekleştirmelerine bağlanabilir. Kurumsal yönetim uygulamalarının bu endeksteki şirketlerin bir çoğunu daha güçlü, spekülâtif hareketlerden az etkilenen şirketler haline getirdiği söylenebilir.

### 3.4.2.2. Hem İMKB 50 Endeksindeki Hem de Kurumsal Yönetim Endeksindeki İşletmelerin Analizi

Analizin yapıldığı dönem itibariyle İMKB 50 endeksine, incelmeye tabi tutulan kurumsal yönetim endeksine girmiş şirketlerden dokuz tanesi tabi olmuştur. Bu şirketlerin 2007’nin ilk işlem günü ile 2009’un son işlem gününü kapsayan 3 yıllık süre içerisindeki hisse senedi yüzdesel getiri grafikleri ile İMKB puan endeksinin yüzdesel artış azalış grafikleri olan bu bölümde, bu dokuz şirketin İMKB ortalamasından daha yüksek ya da daha düşük performans elde edip etmediği analiz edilecektir.

Şekil 31.’de hem İMKB 50 Endeksindeki hem de İMKB Kurumsal Yönetim Endeksindeki işletmelerin, İMKB pazar ortalaması ile aylık dönemler esas alınarak yapılmış hisse senedi performans karşılaştırması görülebilir.

**Şekil 31. İMKB 50’deki Kurumsal İşletmeler - İMKB Ortalaması Aylık Hisse Senedi Performans Karşılaştırması**



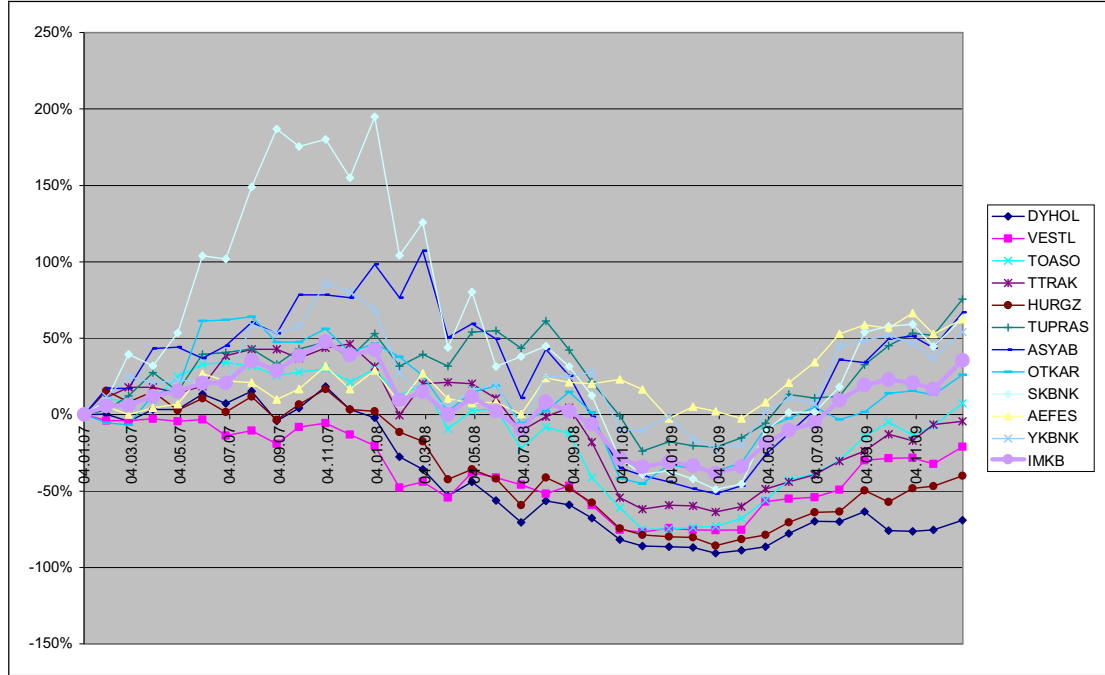
2007 - 2009 yılları dönem aralığında İMKB 50 Endeksine incelediğimiz 14 şirketin, daha üst endekse tabi olanlar sayılmadığında üç tanesi daha dahil olabilmektedir. Bu 3 şirkette incelenen dönem aralığında İMKB endeksine ve hatta dönemin başlangıcı olan 2007 yılının ilk günlerine göre oldukça kötü performans göstermişlerdir. Bu olumsuzluğun nedenini teorik olarak kurumsal yönetim ilkelerine bağlanamasa da kurumsal yönetim ilkelerinin bu şirketlerde piyasa performansı açısından başarılı olduğunu kabul edilemez. Ancak hem İMKB 50 Endeksindeki hem de İMKB Kurumsal Yönetim Endeksindeki toplam dokuz işletmenin getirilerinin İMKB endeksi ile paralel gittiği gözlemlenebilir. Bu dokuz şirketin İMKB Endeksindeki her değişikliğe hemen hemen aynı ölçüde değişiklik göstererek cevap verdiği gözlemlenmektedir. Bu sonuç da bu işletmelerin pazarın ortak riskine benzer bir risk taşıdığını göstermektedir.

#### **3.4.2.3. Hem İMKB 100 Endeksindeki Hem de Kurumsal Yönetim Endeksindeki İşletmelerin Analizi**

İnceleme yapılan dönem itibarıyla İMKB 100 endeksine, incelmeye tabi tutulan kurumsal yönetim endeksine girebilmiş şirketlerden on bir tanesi girebilmiştir. İMKB 100 endeksindeki on bir şirketin 2007 yılının ilk işlem günü ile 2009 yılının son işlem günü arasındaki hisse senedi yüzdesel getiri grafikleri ile İMKB puan endeksinin yüzdesel artış azalış grafikleri olan bu bölümde, bu altı şirketin İMKB ortalamasından daha yüksek ya da daha düşük performans elde edip etmediği analiz edilecektir.

Şekil 32.'de İMKB 30 Endeksindeki ve Kurumsal Yönetim Endeksindeki işletmelerin, İMKB pazar ortalaması ile aylık hisse senedi performans karşılaştırması görülebilir.

**Şekil 32. İMKB 100'deki Kurumsal İşletmeler - İMKB Ortalaması Aylık Hisse Senedi Performans Karşılaştırması**



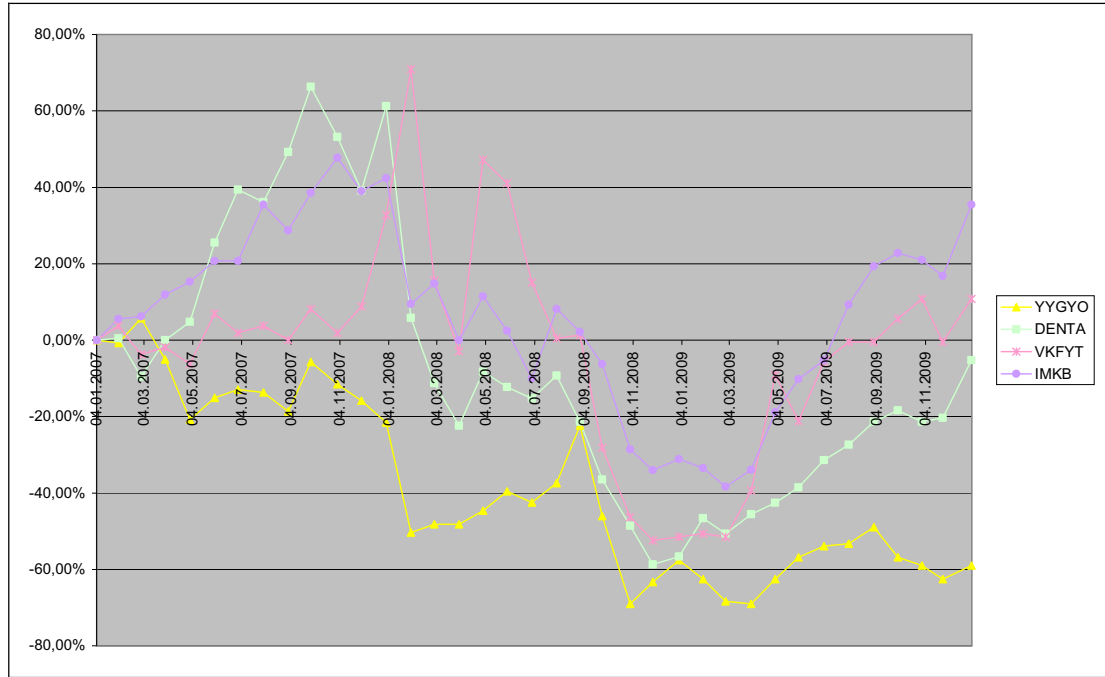
İncelenen dönem aralığında İMKB 100 endeksine, 14 şirketimizden daha üst endekslere tabi olanları devre dışı bıraktığımızda 2 şirket daha tabi olabilmıştır. Bu çalışmada bu endekse tabi olan ama İMKB 30 ve İMKB 50 endekslerine tabi olamayan iki şirketin birinin hemen İMKB Endeksi ile kesişen paralellerde gittiğini görülmektedir. Diğer şirket ise 2008 yılı ortasına kadar aynı kesişen paralelde gitse de 2008'in ikinci yarısından itibaren büyük bir performans düşüşü göstermiştir. 2008 yılında ülkemizde etkilemeye başlayan küresel ekonomik krizden daha çok etkilenen şirket, 2009 yılında kendini toparlamaya başlasa da incelenen dönem sonunda yine de İMKB Endeksinin performansını yakalayamamıştır. Kurumsal yönetim uygulamalarının sayesinde daha da kötü piyasa performanslarına sahip olmadıkları varsayımı yapılabilir. Ancak hem İMKB 100 Endeksindeki hem de İMKB Kurumsal Yönetim Endeksindeki toplam on bir işletmenin getirilerinin yüzdesel performans grafiği İMKB endeksi ile paralel gittiği gözlemlenebilir. Bu on bir şirketin İMKB Endeksindeki bir birim değişikliğe yaklaşık bir birim değişiklik göstererek cevap verdiği söylenebilir. Bu sonuç da bu işletmelerin ülkenin sistematik riskine aynı ölçüde cevap verdiğini göstermektedir. Fakat kurumsal yönetim ilkelerinin, bu endeksteki şirketlerin piyasa değerini arttırdığını söylemek güçtür.

### 3.4.2.3. Bu Gruplara Dâhil Olamayan Kurumsal Yönetim Endeksindeki Diğer İşletmelerin Analizi

Analizin yapıldığı dönem itibariyle İMKB 30, İMKB 50 ve İMKB 100 endeksine, incelmeye tabi tutulan kurumsal yönetim endeksine girmiş şirketlerden üç tanesi girmeyi başaramamıştır. Bu şirketlerin 2007 yılının ilk işlem günü ile 2009 yılının son işlem gününü kapsayan 3 yıllık süre içerisindeki hisse senedi yüzdesel getiri grafikleri ile İMKB puan endeksinin yüzdesel artış azalış grafikleri olan bu bölümde, bu üç şirketin İMKB ortalamasından daha yüksek ya da daha düşük performans elde edip etmediği analiz edilecektir.

Şekil 33.'te İMKB 30, İMKB 50 ve İMKB 100 endeksinden herhangi birine dâhil olamamış ama incelmeye tabi tutulan kurumsal yönetim endeksine girmiş şirketleri, İMKB pazar ortalaması ile aylık hisse senedi performans karşılaştırması görülebilir.

**Şekil 33. Diğer Kurumsal İşletmeler - İMKB Ortalaması Aylık Hisse Senedi Performans Karşılaştırması**



Çalışmada İMKB 30, İMKB 50 ve İMKB 100 endeksine tabi olamayan üç şirket daha vardır. Bu 3 şirketin tümü de incelenen dönemin sonu itibariyle İMKB endeksine göre daha zayıf performans sergilemiştir. Bu şirketlerin İMKB Kurumsal Yönetim Endeksine tabi olmaları şirketlerin piyasa değerini arttırdığı incelenen dönem itibariyle

söylenemez. Ancak bu şirketlerin İMKB 100'deki şirketlere göre çok daha küçük olduğu bilindiğinden ve bu şirketlerin piyasa talepleri de az olduğundan bu kötü performansı etkileyen bir diğer faktördür.

### **3.5. Bulguların Değerlendirilmesi**

Kurumsal Yönetim Endeksine tabi olmuş işletmelerin hisse senedi getiri grafiği bireysel bir şekilde analiz edildiğinde, analiz edilen on dört şirketin; yedi tanesinin İMKB kapanış puanına kıyasla piyasa performansının daha kötü olduğunu, beş şirketin ise piyasa performansının daha iyiye gittiği gözlemlenmektedir. İncelenen kalan iki şirket ise İMKB kapanış puanına kıyasla inceleme yapılan dönemde İMKB kapanış fiyat performansıyla hemen başa baş gittiğini gözlemlenmektedir. Bu açıdan bakıldığında “Hipotez 1” kabul edilemez.

İMKB'de işlem gören bu incelediğimiz işletmeleri piyasa değeri ve likiditesine göre gruplandırdığımızda; İMKB 30, İMKB 50, İMKB 100 ve bu gruplara dahil olmayan diğer işletmeler olarak sınıflandırdık. İMKB 30 endeksine tabi olan kurumsal yönetim puanı almış işletmelerimizin otomobil endüstri işletmesi olan bir işletmemiz dışındaki hepsi, hisse senedi fiyat performansı açısından İMKB kapanış endeksine göre daha iyi performans sergilemiş işletmelerdir. İMKB 30'daki tek başarısız saydığımız işletme de bir otomobil endüstrisi işletmesi olduğundan, 2007 yılı sonundaki krizin en çok etkilediği sektör olduğunu göz önünde bulundurulursa bu başarısızlığın daha büyük boyutlarda olabileceği de tahmin edilebilir. Bu nedenle “Hipotez 2” kabul edilir.

Hem İMKB 50 hem de İMKB Kurumsal Yönetim Endeksine tabi olan gruplandırmada ve Hem İMKB 50 hem de İMKB Kurumsal Yönetim Endeksine tabi olan gruplandırmada, İMKB 30 gibi başarı sayabilecek bir bulguya rastlanmamıştır. Bu açıdan “Hipotez 3” ve “Hipotez 4” kabul edilemez.

Araştırma yapılan on dört şirketin üç tanesi finansal sektördeki banka işletmeleridir. Banka kategorisindeki üç işletme de kurumsal yönetim puanı olarak İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi'ne tabi olmuş ve araştırmanın sonucunda hisse senedi performans grafiği İMKB kapanış puanına göre çok daha iyi performans sergiledikleri gözlemlenmektedir.

Tüm bu değerlendirmeler itibariyle, kurumsal yönetim uygulamalarının işletmelerin piyasa performanslarını olumlu etkilediğini tam olarak söylenemez. Ancak kurumsal yönetimde başarılı işletmelerin, 2007 yılındaki finansal krizin etkilerinden daha çabuk ayrıldıkları sonucu çıkartılabilmektedir. Ayrıca Türkiye gibi sermaye piyasaları geliştirmekte olan bir ülkede bu araştırma yapıldığı için daha sağlıklı sonuçlar elde edilememiştir. Türkiye'deki çoğu yatırımcının uzun vadeli değil de orta ve kısa vadeli olduğu düşünüldüğünde bu kurumsal yönetim uygulayan işletmelerin piyasa performanslarının kısa zamanda çok başarılı olamayacağı söylenebilir.

Kurumsal yönetim uygulamaları teoride işletmelerin piyasa performanslarını olumsuz etkilemeyeceği için bu araştırmanın sonucunun ne olumlu ne de olumsuz olduğu düşünülürse; piyasa performansını azalan yedi işletme için azalış nedenini bulmak için spekülâtif veya manipülâtif gibi başka sebepler aranmalıdır.



## SONUÇ VE ÖNERİLER

Kurumsal yönetim, bir işletmenin finansal yatırımcıları çekmesine, işletmede verimli çalışılmasına ve uzun dönemde hissedarlarına ekonomik değer sağlanmasına imkân veren, her türlü kanun, tüzük, kod ve uygulamaları ifade etmektedir. Bu tanımı, bir amaca ulaşabilmek için geliştirilen her türlü kurumun yönetiminin düzenlenmesi için gerekli olan kurallar ve işletmenin uygulamaları şeklinde de yapabiliriz. Kurumsal yönetim, işletmenin aktif şekilde nasıl yönetileceği, kontrol ve denetleneceğine dair kurallar çerçevesi oluşturmaktadır.

İşletmenin yöneticileri, hisse sahiplerinden toplumun diğer bireyelerine kadar tüm paydaşların çıkarlarını tatmin etmeye çalışmaktadırlar. Bu sorun, ortak hareket edebilme sorunu ya da kurumsal yönetim sorunu olarak da ifade edilir. Bu sorunun çözümüne yönelik çalışmalar kurumsal yönetimin mekanizmalarını oluştururlar. Finansal piyasaların gelişmekte olduğu Türkiye gibi ülkelerde, kurumsal yönetim sorununu çözmeye yönelik mülkiyet mekanizması öne çıkmaktadır. Mülkiyet mekanizmasıyla beraber işletme faaliyetlerini kontrol edecek ve işletmede önemli kararları verecek olan güç odakları bulunmaktadır. Bu odaklar işletme faaliyetlerini ve alınan kararları önemli ölçüde denetleyebilmekte ve işletmenin orta ve uzun vadeli stratejilerini oluşturabilmektedir.

Çalışma kapsamında kurumsal yönetim tanımı, tarihsel gelişimi, önemi ile beraber dünyadaki ve Türkiye'deki kurumsal yönetim sistemleri ve uygulamalarına değinilmiştir. Bu açıdan bakıldığında kurumsal yönetim alanında ülkemiz için gerçekleştirilmesi gereken birçok faaliyetin olduğu gözlemlense de yine Türkiye de kurumsal yönetim konusunda hızla ilerlemektedir. Bu sistemin yasalarla desteklenmesi de yaptırım gücünü artıracığından bu hızlı ilerlemeye daha çok ivme kazandıracaktır.

Tezin uygulama bölümü kapsamında, İMKB Kurumsal Yönetim Endeksine tabi olabilmiş ilk on dört şirketin piyasa değerinin İMKB'deki halka açık tüm şirketlerin ortalamasına göre ilişkisi incelenmiştir. Bu inceleme değerlendirildiğinde bu on dört şirketin yarısının pazar ortalamasına göre daha kötü performans sergilediği gözlemlendi, ancak bankacılık sektöründeki şirketlerin pazar ortalamasına göre daha büyük olumlu performanslar sergilediği gözlenmektedir. Tüm bunların haricinde piyasa değeri ve

likidite açısından gruplandırarak baktığımızda büyük şirketlerin daha iyi performans sergilediği de gözlemlenmektedir.

Bu araştırmanın yapıldığı tarih itibariyle kurumsal yönetimin ve endeksinin yeni olduğu Türkiye’de, kurumsal yönetim alanında gereken olgunlaşma süresi henüz oluşmamıştır. Dolayısıyla kurumsal yönetim endeksine tabi olmanın işletmenin piyasa değeri etkisinin kısmen ölçümlenmiş olmasının ana nedeninin bu olgunlaşma süresinin oluşmadığındandır. Kurumsal yönetim endeksine tabi olmanın piyasa değeri üzerindeki etkisi önümüzdeki yıllarda daha net sonuçlar vereceği düşünülmektedir.

Bu tez çalışması sonucunda çeşitli taraflara bir takım önerilerde bulunulabilir. Bu öneriler şu şekildedir;

- Yasama ve yürütmenin, yatırımcıların haklarını koruyacak etkin bir yasal alt yapı oluşturması gerekmektedir. Aksi takdirde, yatırımcılar kendilerini güvende hissetmeyecekleri için sürekli olarak yönetimde söz sahibi olma isteği içerisinde olacaklar ve bu nedenle firmalar profesyonel yöneticiler tarafından yönetilemeyecektir.
- Avrupa Birliği’ne katılım sürecinde beklenen yabancı yatırımın Türkiye’ye gelmesi kurumsal yönetim ilkelerinin kamu ve özel sektörde tam anlamıyla uygulanmasıyla olacaktır. Bu açıdan da bir ülkenin en önemli yatırım kurumları olan bankalara çok büyük görevler düşmektedir. Bankaların bu konuda yapacağı uygulamalar ve düzenlemeler diğer şirketlere yol gösterici olmalıdır. İşletmelere finansman sağlayan bankacılık sektörünün kötü yönetilmesi halinde, reel sektörün sık sık krizlerle karşı karşıya kalması muhtemeldir.
- Türkiye’nin kurumsal yönetim konusunda dünyadaki yeri incelenmiş ve çeşitli aşamaları geçtiği ancak uygulamada yetersiz kaldığı anlaşılmıştır. Bunun en önemli nedenleri arasında kurumsal yönetim konusunda yöneticilerin yeterli eğitime sahip olmamaları, konu hakkında bilgisi olmayan yöneticilerin de bilmedikleri bu konuda uygulama yapmada isteksiz oldukları gösterilebilir. Bu açıdan İMKB, üniversiteler, SPK ve kurumsal yönetim ile ilgili sivil toplum kuruluşlarının ortak çalışma yapması gerekmektedir.

- Firmalar, hisse sahiplerini ve paydaş grupları göz ardı etmeyerek, kurumsal yönetim felsefesini etkin bir biçimde uygulamalıdır.

## KAYNAKÇA

- AKIN, Adnan (2004), “Mülkiyet Sahipliğinden Kaynaklanan Yönetim Hakkının Devri Açısından Post Modern Yönetimsel Kontrol Yaklaşımları ve Stratejileri”, *Erciyes Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, Sayı: 22
- AKTAN, Coşkun Can (2005),  
<http://www.sobiadacademy.net/sobem/e-yonetim/kurumsal-yonetim/kavram.htm>  
22.05.2010
- AKTAN, Coşkun Can (2006), *Kurumsal Yönetim, Kurumsal Şirket Yönetimi*, Ankara, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları
- AKTAN, Coşkun Can ve Deniz Börü (2006), “Önemli Bir Tanımlama Ögesi: Paydaşlar” <http://www.canaktan.org/yonetim/kurumsal-sosyalsorum/kurumsal-sosyal/paydaslar.htm> 14.05.2010
- ARARAT, Melsa ve Mehmet Uğur (2003), “Corporate Governance in Turkey: An Overview and Some Policy Recommendations”, *Corporate Governance*, c:3,s.1:70-71.
- AŞÇIGİL, S. (2003), “Avrupa Birliğinde Kurumsal Şirket Yönetimi”, TCMB İnsan Kaynakları Genel Müdürlüğü, *Kurumsal Şirket Yönetim Konferansı*, Nisan Ankara
- AUSTRALIAN NATIONAL AUDIT OFFICE (1999), “*Corporate Governance in Commonwealth Authorities and Companies*”, Australia.
- AUSTRALIAN STOCK EXCHANGE CORPORATE GOVERNANCE COUNCIL (2003), “*Principles of Good Corporate Governance and Best Practice Recommendations*”, Australia.
- AYSAN, Mustafa (2007), *Kurumsal Yönetim ve Risk*, İstanbul: Elit Ofset Matbaacılık
- BAEK, J.S., J.K. Kang ve K. S. Park (2004), “Corporate Governance and Firm Value: Evidence From the Korean Financial Crisis”, *Journal of Financial Economics*, c.71, sayı 2.

- BAKER, C. Richard ve Philip Wallage (2000), “The future of financial reporting in Europe: Its role in Corporate Governance”, *The international Journal of Accounting*, cilt 35, sayı 2
- BLOCK, P. (1993), “Stewardship: Choosing Service Over Self-Interest”, *Barret-Koehler Publ*, San Fransisco
- BÖCKLİ, Peter (2002), “Revisionsfelder im Aktienrecht und Corporate Governance”, *ZBJV* 138 s.709
- CARATİ, Guido ve Alireza Tourani Rad (2000), “Convergence of Corporate Governance Systems”, *Managerial Finance*, 26(10), s. 69.
- CLARKE, Thomas (2004), “Teories of Corporate Governance: The Philosophical Foundations of Corporate Governance”, Ed, by. Thomas Clarke, London and New York: Routledge, s. 2.
- CUERVO, Alvero (2002), “Corporate Governance Mechanisms: A plea for Less Code of Good Governance and More Market Control Corporate Governance: An international Review”, *10(2)*, 84-91
- DARMAN, Güler Manisalı (2005), “Kurumsal Yönetimde Dünyadaki Gelişmeler; Kurumsal Yönetim Endeksi ve Kurumsal Yönetim Reytingi”, [http://www.cgscenter.org/doc/kurumsalyonetimdedunyadakigelismelerkurumsal\\_yonetimendeksivereytingi.pdf](http://www.cgscenter.org/doc/kurumsalyonetimdedunyadakigelismelerkurumsal_yonetimendeksivereytingi.pdf), 27.03.2010
- DEEG, R. van Dyck (2001), “Institutional Change and the Uses and Limits on Path Dependency: the Case of German Finance”, *Max Planck Institute for Social Sciences Publications*.
- DEMİRAĞ, İstemi S. ve Jill F. Solomon, (2003), “Guest Editorial in International Corporate Governance an the Impact of Recent Events”, *Corporate Governance an International Review*, 11(1)
- DEMİRBAŞ, Mahmut ve Süleyman Uyar (2006), *Kurumsal Yönetim İlkeleri ve Denetim Komitesi*, Güncel Yayıncılık, , İstanbul

- DENNIS, Diane K. (2001), “Twenty-five Years of Corporate Governance Research and Counting”, *Review of Financial Economics*, Vol: 10
- DENNIS, D. K. ve J. J. McConnell (2003), “International Corporate Governance”, European Corporate Governance Institute, Paris.
- DIMSDALE, Nicholas ve Martha Prevez, (1994), “Capital Markets And Corporate Governance”, s.117 OUP Oxford
- DOĞAN, Mustafa (2007), *Kurumsal Yönetim*, Siyasal Kitabevi, Ankara
- DÖNER, Ayşe, (2004), *Kurumsal Yönetim (Corporate Governance) İlkeleri Işığında Kamuyu Aydınlatma Kavramı*, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü, Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, İstanbul,
- EGE, İlhan ve Aylin Yılmaz (2005), “Finansal Krizler ve Kurumsal Yönetim Uygulamaları ilişkisi: Türkiye ve Dünya Uygulamaları Analizi”, *Orta Anadolu İşletmecilik Kongresi*
- ERDÖNMEZ, Pelin A. (2003), “Türkiye’de 2001 Yılındaki Mali Kriz Sonrasında Kurumsal Sektörde Yeniden Yapılandırma”, *Bankacılar Dergisi*, Sayı: 47
- EUROPEAN CORPORATE GOVERNANCE INSTITUTE “ECGI”, (200?), [www.ecgi.org](http://www.ecgi.org) 25.02.2010
- EUROSHAREHOLDERS CORPORATE GOVERNANCE GUIDELINES (1996), *Annotations (Draft Annotations)*
- FREEMAN, R.E. (1984), “Strategic Management: a Stakeholder Approach”, *Pitman Publishing*, Boston, MA, .s.23
- FREEMAN, R.E. ve J.McVea, (2001), *A Stakeholder Approach to Strategic Management*, Hitt, Oxford, s.2.
- FRIEDMAN, Milton (1962), *Capitalism and Freedom*, The University of Chicago Pres, Chicago
- GHIZONI, Federico (2003), “The Role of Corporate Governance in Foreign Investment Flow to Turkey”, *Koç University Corporate Governance Conference*, İstanbul

- GREGORY, Holly J. (20??), “The Globalisation of Corporate Governance”, *Weil, Gotshal&Manges LLP*, <http://rru.worldbank.org/PapersLinks/Open.aspx?id=149>  
02.06.2010
- GRIFFIN, Stephen (1996), “Company Law Fundamental Principles”, 2nd Edition, London, *Financial Times Pitman Publishing*
- GÜNEY, Semra (2008), *Aile İşletmelerinde Güncel Konu ve Sorunlar*, Siyasal Kitabevi
- GÜNGÖR, Feridun (2003), “Denetçi Bağımsızlığı Konusunda Sarbanes – Oxley Kanunu Sonrası Gelişmeler – I”, *Yaklaşım Dergisi*, Sayı: 124, Nisan 2003, s.11.
- GÜRBÜZ, A. Osman ve Yakup Erginçan (2004), *Kurumsal Yönetim – Türkiye’deki Durumu ve Geliştirilmesine Yönelik Öneriler*, İstanbul: Literatür Yayıncılık
- HANSMANN, Henry ve Reinier Kraakman (2000), “The End of History for Corporate Law”, *New York University Working Paper*, s.9.
- HORNE, Van, James C. Machowitz ve John M.(2005) *Fundamentals of Financial Management*, 12. Baskı, Pearson Education Limited
- IRELAND, Paddy (1999), “Company Law and the Myth of Shareholder Ownership”, *Modern Law Review*, Vol. 9 (1): 51-64.
- KARAN, Mehmet Baha ve Ali Argun Karacabey (2003), *Türkiye’de Sermaye Piyasasının Mali Sistem İçerisindeki Yeri, Sorunları ve Geleceği*, SPK Yayın no:140, Ankara
- KAYACAN, Murat (2005), “Anonim Şirketlerin Sosyal Sorumlulukları ve Etik Değerleri”, I. Uluslararası Muhasebe Denetimi Sempozyumu, Antalya, İstanbul Serbest Muhasebeci ve Mali Müşavirler Odası.
- KIYILAR, Murat ve Muhammet Belen (2005), “Kurumsal Yönetim Kavramı ve İlkeleri: Bir Kurumsal Yönetim Formu Olarak Türkiye’de Holding Yapılanma Biçimlerinin Değerlendirilmesi”, 7. *Muhasebe Denetimi Sempozyumu*, Sempozyum Bildirileri

<http://archive.ismmmo.org.tr/docs/sempozyum/07sempozyum/kitap/05%20genel%20oturum1.pdf> 23.06.2010

KOÇ, Özlem (2004), “AB’ye Entegrasyon Sürecinde Kurumsal Yönetim ve Öncü İki Sektör Üzerine Uygulama”, *Geleneksel Finans Sempozyumu Bildirileri CD’si*, Marmara Üniversitesi, Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü ve Bankacılık ve Sigortacılık Yüksekokulu,

KOÇEL, Tamer (1998), *İşletme Yöneticiliği*, İstanbul, Beta Yayınları

KOÇEL, Tamer (2001), *İşletme Yöneticiliği: Yönetim ve Organizasyon, Organizasyonlarda Davranış, Klasik-Modern-Çağdaş ve Güncel Yaklaşımlar*, İstanbul: Beta Yayınları

KOÇER, Burak (2005), *İçsel Bir Yönetişim Mekanizması Olarak Yönetim Kurulları: İMKB’de İşlem Gören Şirketlerin Yönetim Kurulu Yapısı ve İşlevleri Üzerine Bir Araştırma*, İstanbul Üniversitesi, SBE, İşletme ABD, İşletme Yönetimi ve Organizasyon BD, Yayınlanmamış Doktora Tezi, İstanbul

KULA, Veysel (2006), *Kurumsal Yönetim: Hissedar Korunması Uygulamaları ve Türkiye Örneği*, İstanbul, Papatya Yayıncılık

KURUMSALLAŞMA DANIŞMANLIK ŞİRKETİ (20??),  
<http://kurumsallasma.com/HABER003.htm> 26.02.2010

LA PORTA, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes ve Andrei Shleifer (1999), “Corporate Ownership Around the World The Journal of Finance”, cilt 54 sayı 2

MAASSEN, Gregory Francesco (2002), “An International Comparision of Corporate Governance Models”, 3.ed., Amsterdam,

MANIFEST (20??), “Milestones in UK Corporate Governance”,  
<http://www.manifest.co.uk/reports/governance/UK%20Corporate%20Governance%20Milestones.pdf>, 22.01.2010.

METİN, Celal (2004), “Başarıya Giden Yolda İki Aşama: Corporate Governance ve Risk Mnagement”, *Habersa Dergisi*, Nisan Sayısı



- METİNER, Bülent (2006), *Kurumsal Yönetim İlkeleri Doğrultusunda Halka Açık Şirketlerde İdeal Yönetim Kurulunun Yapılanması*, Yüksek Lisans Tezi, Marmara Üniversitesi, İstanbul.
- MILLSTEIN, Ira (1998), *Corporate Governance - Improving Competitiveness and Access to Capital in Global Markets*, OECD Yayınları, Paris.
- MILLSTEIN, Ira (2000), *Corporate Governance: The Role of Market Forces*, OECD Observer (Vol.221/222,2000)
- MITRA Gautam, vd (2005), "SOXA - The Why's, "VWhen's and How's", Brunel University PG Info Systems Computing and Mathematics Department *MSc Modelling and Management of Risk White Paper*, Londra
- MINTZBERG, H. ve J. B. Quinn, (1996), *The Strategy Process*, Prentice- Hall, New Jersey
- OECD (1998) ,*Corporate Governance Principles*, OECD Yayınları, Paris
- OECD (1999), *White Paper on Corporate Governancein Russia*, Paris
- OECD (2004), *OECD Principles of Corporate Governance*, OECD Yayınları, Paris
- OOGHE, Hubert ve Tine De Langhe (2002), "The Anglo-American versus the Continental European Corporate Governance Model: Empirical Evidence of Board Composition in Belgium", *European Business Review*, cilt 14 sayı 6
- ÖZALP, İnan (2001), "İşletmelerde Paydaş (stakeholder) Kavramı, Paydaşların Yönetimi, Arçelik ve TUSAŞ'ta Yapılan Bir Uygulama", *9. Ulusal Yönetim ve Organizasyon Kongresi Bildirileri*
- ÖZALP, İnan (2003), "İşletmelerde Paydaş Kavramı ve Paydaşların Yönetimi, Arçelik ve Tusaş'ta Yapılan bir Uygulama", Anadolu Üniversitesi
- ÖZTÜRK, M. B. ve K. Demirgüneş (2005), "Kurumsal Yönetim Bakış Açısı Entellektüel Sermaye", *TOBB Ekonomi ve Teknoloji Üniversitesi Orta Anadolu İşletmecilik Kongresi*, Ankara
- PASLI, Ali (2004), *Anonim Ortaklık Kurumsal Yönetimi*, İstanbul: Beta Yayınevi

- PASLI, Ali (2005), *Anonim Ortaklık Kurumsal Yönetimi*, 2. baskı, Çağla Hukuk Vakfı Yayınları
- POST, James E., William C. Frederick ve Keith Davis (1993), “Business And Society Corporate Strategy”, *Public Policy, Ethics, Sixth Edition*
- SAĞLAM, Necdet (200?), “Aile Şirketleri ve Kurumsallaşma”  
<http://www.isletme.biz/content/view/1239/27/> 28/02/2010
- SCHLEIFER, A. ve R. Vishniy (1997), “A Survey of Corporate Governance”, *Journal of Finance*, Vol. 52 (2)
- SCHOORMAN, D., L. Donaldson ve James Davis, (1997), “Towards Stewardship Theory”, *The Academy of Management Review*, Vol:22. No:1,
- SEREN, Arıl (2002), “Sermaye Piyasalarında Kurumsal Yönetim İlkeleri”, *Sermaye Piyasalarında Kurumsal Yönetim İlkeleri Konferansı*, 26 Nisan 2002, İstanbul,
- SHELTON, J.R. (1998), “The Importance of Governance in The Modern Economy”  
*New Corporate Governance for the Global International Conference*, Brussels
- SOLOMON, Jill ve, Aris Solomon (1998), “Corporate Governance and Accountability”, Willey, Sussex.
- SPK (2005), *Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yönetim İlkeleri*, SPK Yayınları
- STONE Andrew, K. HURLEY ve R.S. KHEMANİ (1998), *The Business Environment and Corporate Governance: Strengthening Incentives for Private Sector Performance*, Business Environment Group, Private Sector Development Department, The Worldbank Group Yayını
- ŞEHİRLİ, Kübra (1999), *Kurumsal Yönetim, Sermaye Piyasası Kurulu Yeterlilik Etüdü*, Ankara.
- THOMSEN, Steen (2004), “Corporate Values and Corporate Governance”, *Corporate Governance*, Vol: 4, No: 4
- TKYD (2005), *Kurumsal Yönetim İlkeleri Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü*

TKYD (2010), *TKYD Tüzüğü*,

[http://www.tkyd.org/files/downloads/tkyd\\_tuzuk\\_2010.pdf](http://www.tkyd.org/files/downloads/tkyd_tuzuk_2010.pdf) 14.09.2010

TKYD ve DELOÏTTE, (2006), *Nedir Bu Kurumsal Yönetim*

TUZCU, Arcan (2003), *Halka Açık Şirketlerde Kurumsal Yönetim Anlayışı İMKB 100 Örneği*, Yayınlanmamış Doktora Tezi Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü

TÜSİAD, (2002), “Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi”, Yayın No: 336, İstanbul

ULUKAN, Cemil (2005), “Girişimcilerin ve Profesyonel Yöneticilerin Kurumsallaşma Perspektifi”, *Anadolu Üniversitesi Sosyal Bilimler Dergisi* Cilt 5 Sayı 2

UYAR, Süleyman (2004), “Denetim Komitesi Oluşumunu Etkileyen Düzenlemelerin Değerlendirilmesi”, *Muhasebe ve Denetime Bakış*, Nisan

ÜLGEN, Hayri ve S. Kadri Mirze (2004), *İşletmelerde Stratejik Yönetim*, Literatür Yayınları, İstanbul

WEIMER, J., J. Pape (1999), “A Taxonomy of Systems of Corporate Governance”, *Corporate Governance*, Vol. 7 (2):

VISHWANATH, T. ve D. Kaufman (1999), “Towards Transparency in Finance and Governance”, *The World Bank Working Paper*

YALKIN, Yüksel Koç (2002), “Muhasebe Standartları ve Türkiye Uygulaması”, *Muhasebe Bilim Dünyası Dergisi*, cilt 4, sayı 2

ZABROSKY, Alex W. (2003), “Sarbanes-Oxley Law of Opportunity and Liability”, *Consulting to Management*, cilt 14, sayı 2

ZİOLKOWSKI, Richard (2005), *A Re-Examination Of Corporate Governance Concepts, Models, Theories And Future Directions*, Doctor of Philosophy Thesis, University of Canberra, Australia

## ÖZGEÇMİŞ

Bu tezin yazarı, Ufuk Bolat, 1987 yılında Eskişehir’de doğmuştur. İlköğrenimini Eskişehir Milli Zafer İlköğretim Okulu’nda, liseyi de Eskişehir Hacı Süleyman Çakır Lisesi’nde tamamlamıştır. 2004 yılında Anadolu Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi İşletme Bölümünü kazanmış ve 2008 yılında da bu bölümden mezun olmuştur. Aynı sene içerisinde Sakarya Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü İşletme Anabilim Dalında Muhasebe ve Finansman Bilim Dalında yüksek lisans yapmaya başlamış olup, hala bu bölümün yüksek lisans öğrencisidir.