T.C.
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
PARA, SERMAYE PİYASALARI VE FİNANSAL KURUMLAR
BİLİM DALI

YÜKSEK LİSANS

KURUMSAL YÖNETİMİN FİRMA KARLILIĞI ÜZERİNE ETKİLERİ

Emre ŞENAY

2501060238

TEZ Danışmanı

Yard. Doç. Dr. Arif SALDANLI

İSTANBUL – 2018

T.C.
İSTANBUL ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ

YÜKSEK LİSANS
TEZ ONAYI

ÖĞRENCİNİN;

Adı ve Soyadı	:	EMRE ŞENAY	**Numarası**	:	2501060238
Anabilim Dalı / Anasanat Dalı / Programı	:	PARA, SERMAYE PİYASALARI VE FİNANSAL KURUMLAR/YÜKSEK LİSANS	**Danışmanı**	:	YRD. DOÇ. DR. ARİF SALDANLI
Tez Savunma Tarihi	:	25.01.2018	**Saati**	:	13.30
Tez Başlığı	:	KURUMSAL YÖNETİMİN FİRMA KARLILIĞI ÜZERİNE ETKİLERİ			

TEZ SAVUNMA SINAVI, İÜ Lisansüstü Eğitim-Öğretim Yönetmeliği'nin **36. Maddesi** uyarınca yapılmış, sorulan sorulara alınan cevaplar sonunda adayın tezinin **KABULÜNE** OYBİRLİĞİ / ~~OYÇOKLUĞUYLA~~ karar verilmiştir.

JÜRİ ÜYESİ	İMZA	KANAATİ (KABUL / RED / DÜZELTME)
1- YRD. DOÇ. DR. ARİF SALDANLI		KABUL
2- YRD. DOÇ. DR. ALİ KABLAN		KABUL
3- YRD. DOÇ. DR. HAKAN BEKTAŞ		KABUL

YEDEK JÜRİ ÜYESİ	İMZA	KANAATİ (KABUL / RED / DÜZELTME)
1- DOÇ. DR. VELİ YILANCI		
2- YRD. DOÇ. DR. BURÇAY YAŞAR AKÇALI		

ÖZ

KURUMSAL YÖNETİMİN FİRMA KARLILIĞI ÜZERİNE ETKİLERİ

Emre ŞENAY

Küresel ekonominin rekabetçi koşulları firmaları piyasalarda fon bulma savaşı içerisine sokmuştur. Özellikle uluslararası piyasalardan düşük maliyetli fon sağlayabilmek için Kurumsal Yönetim firmalarda aranılan unsurların başında gelmektedir. 2000 li yılların başında yaşanan ve büyük ölçüde iyi yönetilmemekten kaynaklanan muhasebe skandalları ve benzer hileler ile Enron ve WorldCom gibi devasa firmalarda yaşanan çöküş ve iflaslar Kurumsal Yönetimi firmalar ve diğer paydaşları için güvenli bir liman haline getirmiştir.

Bu alanda dünya çapında yapılan birçok araştırma, inceleme, hazırlanan rapor ve çıkarılan yönetmelikle Kurumsal Yönetim de standardizasyon elde edilmiş ve borsalarda Kurumsal Yönetim endeks değerlerinin oluşturulması ile uyum ve katılım sağlanmıştır. Ülkemizde de 2007 yılında Borsa İstanbul tarafından Kurumsal Yönetim endeksi oluşturulmuş ve SPK tarafından belirlenen derecelendirme kuruluşları ile kurumsal yönetim ilkelerine uyum değerlendirilerek endekse dahil olan firmaların Kurumsal Yönetim Notu belirlenmiştir.

Bu araştırmada Borsa İstanbul, BIST endeksinde işlem gören aynı zamanda XKURY endeksine dahil olan 28 firmanın 2014, 2015 ve 2016 yılarındaki kurumsal yönetim endeks skorları pay sahipleri skoru, kamuyu aydınlatma skoru, menfaat sahipleri skoru, yönetim kurulu skoru ile ROA (Aktif Karlılık) arasında herhangi bir anlamlı ilişki olup olmadığı ve varsa bu ilişkin derecesi saptanmaya çalışılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Kurumsal Yönetim, Firma Karlılığı, Finans, Finansal Analiz, Borsa İstanbul

ABSTRACT

EFFECTS OF CORPORATE GOVERNANCE ON COMPANY PROFITABILITY

Emre ŞENAY

The competitive conditions of global economy have pushed companies into a battle trying to find funds in the market. Specifically in order to ensure low cost funds from international markets, Corporate Governance is one of the most sought after fundamentals in firms. Accounting scandals mostly due to poor management and similar scandals occurred at the beginning of 2000s and the collapse and bankruptcies experienced at giant companies like Enron and WorldCom, have made Corporate Governance a safe haven for corporations and other stakeholders.

Corporate Governance has been standardized through various research carried worldwide, reviews, prepared reports and issued regulations in this field and compliance and participation were ensured with the formation of Corporate Governance Index values at the stock exchanges. In our country, Corporate Governance Index was established by Borsa Istanbul in 2007 and the Corporate Governance scores of the companies included in the index was determined by evaluating the compliance with the rating agencies determined by the CMB and corporate governance principles.

This study determine whether there is a correlation between ROA (Return on Assets) and the shareholder score, public disclosure score, the stakeholder score, the board of directors score, and the corporate governance index scores in 2014, 2015 and 2016 of 28 firms which are traded in the BIST index, Borsa Istanbul and also included in the XKURY index. In addition, if there is a correlation then this study aims to determine the degree of this correlation.

Keywords: Corporate Governance, Company Profitability, Finance, Financial Analysis, Borsa İstanbul

ÖNSÖZ

Tez çalışmamda ilk olarak Kurumsal Yönetim kavramının ortaya çıkışı ve farklı bakış açılarına göre teorik olarak nasıl tanımlamalarla açıklandığı incelenmiştir. Kurumsallık ve yönetim olgularının temelde geniş alanlara ve farklı paydaşlara hitap ediyor olması, tanımlamalarında bakış açılarına göre birbirinden farklılaşmasına sebep olmuştur. Kurumsal Yönetim kavramının ülkeler ve kuruluşlar için önemli bir kavram haline gelmesi ile birlikte tarihsel olarak hangi süreçlerin yaşandığı araştırılmıştır.

Gerek dünyada gerekse ülkemizde Kurumsal Yönetim alanında hazırlanan çalışmalar, raporlar ve düzenlemeler bulunmaktadır. Kurumsal yönetimi oluşturan ilkeler ve mekanizmalar ile modeller üzerinde çalışılmış, reel sektörde faaliyet gösteren kurumların yanı sıra bankalar ve diğer finans kuruluşları için belirlenmiş olan kurumsal yönetim ilkeleri incelenmiştir. Uluslararası piyasalarda yaşanan krizler ve firma skandalları ile meydana iflasların kurumsal yönetime olan etkisi değerlendirilerek, konu üzerindeki etkilerine değinilmiştir.

Tez çalışmamın 3. Bölümünde Borsa İstanbul tarafından 2007 yılında başlatılmış olan Kurumsal Yönetim Endeksine tabi firmalar içerisinden banka ve spor kuruluşları çıkarılarak, endeks değeri ve aktif karlılık verisi arasındaki ilişki incelenmiştir.

Tez çalışmamda bilgi ve deneyimlerinden her zaman istifade ettiğim ve her konuda desteğini hiçbir zaman esirgemeyen değerli tez danışmanı hocam Yard. Doç Dr. Arif Saldanlı' ya, değerli yardımlarından ötürü Yard. Doç. Dr. Hakan Bektaş' a ve diğer tüm hocalarıma teşekkürü bir borç bilirim. Manevi destekleri ve duaları ile her zaman yanımda olan emeklerini hiçbir zaman ödeyemeyeceğim değerli anne ve babama, gerek tecrübesi gerekse desteği ile her konuda yardımcı olan değerli yöneticim sayın Dr. Eyyüp Yılmaz' a çok teşekkür ederim. Sevgisi ve desteği ile her zaman yanımda olup çalışmamı hazırlayabilmemde en büyük emeğin sahibi olan sevgili eşim Beria Nur' a sonsuz teşekkür ve sevgilerimle. Biricik oğlum Emir Asaf ve güzel kızım Zeynep' ten çalışmalarım sırasında ayıramadığım güzel vakitler için özür dileklerimle.

Emre ŞENAY

İSTANBUL - 2018

İÇİNDEKİLER

ÖZ ..... **iii**

ABSTRACT ..... **iv**

ÖNSÖZ ..... **v**

TABLOLAR LİSTESİ ..... **viii**

ŞEKİLLER LİSTESİ ..... **ix**

KISALTMALAR LİSTESİ ..... **x**

GİRİŞ **1**

BİRİNCİ BÖLÜM

KURUMSAL YÖNETİM KAVRAMI **2**

1.1 Kurumsal Yönetimin Tanımları 2

1.2. Kurumsal Yönetim Kavramı Tarihsel Gelişim Süreci 8

1.3. Günümüzde Kurumsal Yönetim Kavramı 11

1.4. Dünya Ekonomi Tarihinin En Büyük Muhasebe Skandalları ve İflaslar Kronolojisi 14

1.4.1. WorldCom İflas Vakası 18

1.4.2. Xerox Muhasebe Hileleri Vakası 20

1.4.3. Enron İflas Vakası 21

1.4.4. Lehman Brothers İflas Vakası 25

1.5. Kurumsal Yönetimi Gerekli Kılan Etkenler 27

1.5.1 Sermaye Piyasalarının Bütünleşmesi 32

1.5.2. Şirket Skandallarının Şirket Yönetimine Etkileri 32

1.5.3. Son 30 Yılda Yaşanan Yoğun Liberelizasyon ve Özelleştirmeler 33

1.6. Kurumsal Yönetim Uygulamaları ile Beklenen Faydalar 34

1.7. Aile Şirketlerinde Kurumsal Yönetimin Önemi 38

1.8. Kurumsal Yönetim İlkeleri 39

1.8.1. Şeffaflık 40

1.8.2. Hesap Verilebilirlik İlkesi 41

1.8.3. Sorumluluk İlkesi 43

1.8.4. Adil Yönetim İlkesi 45

İKİNCİ BÖLÜM

KURUMSAL YÖNETİM MEKANİZMA ve SİSTEMLERİ **49**

2.1. Kurumsal Yönetim Mekanizmaları 49

2.1.1.Şirket İçi Mekanizmalar 50

2.1.2. Şirket Dışı Mekanizmalar 53
2.2. Dünyada ve Türkiye' de Kurumsal Yönetim 55
2.2.1 Kurumsal Yönetime İlişkin Uluslararası Raporlar ve Düzenlemeler 55
2.2.2. Cadbury Komitesi Raporu 56
2.2.3. Greenbury Raporu 59
2.2.4. Hampel Raporu 60
2.2.5. OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri 61
2.2.6. Kurumsal Yönetimde (SOX) Sarbanes – Oxley Kanunları 69
2.2.7. Kurumsal Yönetimde Kıta Avrupası Modeli 71
2.2.8. Anglosakson Kurumsal Yönetim Modeli 74
2.3. Türkiye' de Kurumsal Yönetime İlişkin Rapor ve Düzenlemeler 77
2.3.1. Bankacılık Mevzuatında Bulunan Kurumsal Yönetim İlkelerine İlişkin Hükümler 84
2.3.2. Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi 92
2.3.3. Kurumsal yönetim İlkelerine Uyumun Derecelendirmesi 99

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

KURUMSAL YÖNETİMİN FİRMA KARLILIĞI ÜZERİNE ETKİLERİ 100
3.1. Araştırmanın Amacı 100
3.2. Araştırmanın Veri Seti 100
3.3. Araştırmanın Yöntemi 101
3.3.1. Kurumsal Yönetimin Firma Karlılığı Üzerine Etkisi 103
SONUÇ VE ÖNERİLER 107
KAYNAKÇA 114

TABLOLAR LİSTESİ

Tablo 1: Organizasyonlarda Başlıca Paydaşlar (Menfaat Sahipleri) 7
Tablo 2: Freidman Harcama Matrisi 9
Tablo 3: 2000-2012 Yıllarında Yaşanan Muhasebe Skandalları ve İflaslar (Ülke, Sektör ve Yıl Bazında) 15
Tablo 4: Büyük firma iflaslarındaki aktif toplam / GSMH oranları 27
Tablo 5: Kurumsal Yönetimin Ortaya Çıkış Nedenleri 30
Tablo 6: Kurumsal Yönetimin Makro Ekonomik Etkileri 37
Tablo 7: Kurumsal Yönetim Mekanizmalarının Kaynak Açısından Sınıflandırılması 50
Tablo 8: Kurumsal Yönetim ile İlgili yapılmış olan başlıca çalışmalar 56
Tablo 9: Hampel Raporunda Ortaya Çıkan Üç Madde 61
Tablo 10: Yasa Metninin Ana Başlıkları 69
Tablo 11: Kurumsal Yönetim Unsurları ve Sistemleri Arasındaki İlişkiler 73
Tablo 12: Kurumsal Yönetim Sistemleri ve Uygulandıkları Ülkeler 76
Tablo 13: Kurumsal Yönetim Endeksi'ne giriş notu veren derecelendirme şirketi başına düşen şirket sayısı. 80
Tablo 14: Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim İndeks Skorlarının Başlıkları 81
Tablo 15: Kurumsal Yönetim Endeksi Skorları 83
Tablo 16: Bankalarda Kurumsal Yönetimde Paydaşların Beklentileri 90
Tablo 17: Kurumsal Yönetim Endeksindeki Halka Açık Şirketler (Mayıs 2017 İtibariyle) 93
Tablo 18: Kurumsal Yönetim Endeksinden Çıkarılmış Olan Şirketler ve Tarihleri 97
Tablo 19: Çalışmada İncelenen Firmalar 102
Tablo 20: Korelasyon Matrisi 103
Tablo 21: Korelasyon Matrisi 2 104
Tablo 22: Korelasyon Matrisi 3 105
Tablo 23: Kümeler Arası Mann Whitney UTesti 109
Tablo 24: Çalışmada Kullanılan Firmaların 2014 Yılı Verileri 111
Tablo 25: Çalışmada Kullanılan Firmaların 2015 Yılı Verileri 112
Tablo 26: Çalışmada Kullanılan Firmaların 2016 Yılı Verileri 113

ŞEKİLLER LİSTESİ

Şekil 1: Enron Hisse Senedi Fiyatları 23
Şekil 2: Enron Aylık Hisse Senedi Grafiği 24
Şekil 3: Lehman Brothers Hisse senedi Fiyatları 26
Şekil 4: Kurumsal Yönetim Endeks Skorları Yıllık Ortalamalar 83
Şekil 5: Kurumsal Yönetim Endeksine Dahil Olan Firma Sayıları 97
Şekil 6: Kurumsal Yönetim Endeks Değerleri Değişimi 98

KISALTMALAR LİSTESİ

BDDK : Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu

BİST : Borsa İstanbul

CEO : Chief Executive Officer – Tepe Yönetici

IFC : International Finance Corporation – Uluslararası Finans Kurumu

LSH : London Stock Exchange – Londra Borsası

MKK: : Merkezi Kayıt Kuruluşu

OECD : The mission of the Organisation for Economic Co-operation and Development - Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü

ROA : Return on Assets - Aktif Karlılık

SPK : Sermaye Piyasası Kurulu

SOX : Sarbanes-Oxley Act of 2002

TKYD : Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği

TÜSİAD : Türkiye Sanayici ve İşadamları Derneği

TÜYİD : Türkiye Yatırımcı İlişkileri Derneği

USA : United States of America – Amerika Birleşik Devletleri

XKURY : Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi

GİRİŞ

Kurumsal yönetim literatüre ilk kez 1990' lı yıllarda dahil olmuş ve çok hızlı bir şekilde tüm dünyada konuşulan bir konu haline gelmiştir. İş dünyasında, uluslararası organizasyonlarda, akademik çevrelerde ve hükümetler açısından onaylanan ve de kabul gören bir yönetim felsefesi olmuştur. Kurumsal yönetim kavramı ilk olarak Birleşmiş milletler ve Dünya bankasının faaliyetleri ile 1990 yılların başından itibaren iyi devlet yönetimi anlamında kullanılmaya başlanmıştır. Sonrasında özellikle OECD' nin girişimleri ile kurumsal yönetim kavramı özel sektöre de aktarılmış ve hem halka arz olunmuş hem de küçük işletmeler için en önemli kavramlardan birisi olmuştur.

Dünya çapında yaşanan küresel finansal krizlerin en önemli sebeplerinden biri de, işletmelerin kurumsal yönetim kavramına uygun olarak yönetilmemesi ve bu kavramın öneminin kavranmamış olmasındandır. Globalleşmenin getirmiş olduğu dünyanın küçülmesi sonucu ile beraber tüm firmalar büyük bir rekabet piyasasına dahil oldular. Piyasadaki bu rekabet şartlarında sürekli büyümeyi sağlayabilmek amacıyla uluslararası alanda bazı uyum çalışmaları yapılması gerekmektedir. İşte bu söz konusu uyum çalışmalarından biri de ilkeleri ile birlikte kurumsal yönetim faaliyetleridir. Başarılı bir kurumsal yönetimin ilk olarak mikro ölçekle işletme çapında ve sonrasında ülke genelinde yönetimsel olarak büyük kazanımlar sağlaması kaçınılmazdır.

OECD tarafından 1999 yılında kurumsal yönetim ilkelerinin yayınlanması ve sonrasında 2001 krizi etkileri ile ülkemizde kurumsal yönetim hakkındaki ilgi ve araştırmalar daha da artmıştır. Sermaye Piyasası kurulunun; halka arz edilmiş olan firmalara ilişkin uyum beyanı hazırlaması, borsa yönetim kurulu tarafınca Kurumsal Yönetim Endeksi oluşturulması kurumsal yönetimin bilinirliğini ve önemini arttırmıştır. Yine SPK lisansı alan şirketlerce kurumsal yönetim derecelendirme işlevlerinin başlatılmış olması, Türkiye' de finans ve reel sektörde kurumsal yönetime olan ilginin her geçen gün artmasına sebep olan etmenlerin başında gelmektedir.

BİRİNCİ BÖLÜM

KURUMSAL YÖNETİM KAVRAMI

Günümüz global dünyasında her yeni gün işletmeler açısından yeni kavramlar ve yeni anlayışlar ortaya çıkmaktadır. 19. Yüzyıldan beri tartışıla gelen bu yeni kavramlardan biri de kurumsal yönetim kavramıdır.

Hem gelişmiş ülkeler hem de gelişmekte olan ülkeler açısından kurumsal yönetim kavramı, üzerinde yoğun araştırma ve tartışmaların yapıldığı ve güncelliğini sürekli koruyan konuların başında gelmektedir. Bu bağlamda ilk olarak 1976 yılında Amerika Birleşik Devletlerinde literatüre konu olan kurumsal yönetim kavramı, ülkemizde de 1999 yılında OECD tarafından yayınlanan kurumsal yönetim ilkeleri ile gündeme gelmiştir. Borsa İstanbul tarafından kurumsal yönetim endeksinin hazırlanması, Sermaye Piyasası Kurulu lisansına sahip işletmelerce kurumsal yönetim derecelendirme işlemlerinin yapılmaya başlanmış olması ile daha da yaygınlaşarak popüler hale gelmiştir.

Tez çalışmasının ilk bölümünde kurumsal yönetim kavramının ilk kez ele alınışı ile tarihsel gelişim süreci incelenecektir.

1.1 Kurumsal Yönetimin Tanımları

Ekonomi dünyasının en gözde ve en popüler kavramlarından olan kurumsal yönetim kavramının farklı kuruluş ve otoriteler tarafından yapılmış farklı tanımları bulunduğundan tek bir tanımlama ile açıklanması çok zordur.

İngilizce literatürde “corporate governance” olarak ifade edilen kurumsal yönetim etimolojik olarak incelendiğinde governance kelimesinin Latince “gubernare” kelimesinden türediği görülmektedir. Gubernare kelime olarak yöneltmek demektir, buradaki yöneltme ifadesi geminin yöneltilmesini ifade etmektedir. Bu şekilde bakıldığında kurumsal yönetim direkt olarak yöneltme, idare etme, yönetme işlevleri ile ilgilidir.[1]

Ekonomik İş Birliği ve Kalkınma Örgütü (OECD) kurumsal yönetim komitesi, kurumsal yönetimi en kapsamlı hali ile işletmelerin yönlendirildiği ve kontrol edildiği

[1] **Solomon**, A, Could Corporate environmental reporting shadow financial reporting? 2000; Accounting Forum, 24(1), 30-56.

sistem olarak tanımlamış ve asıl olarak işletmenin yönetimi, hissedarları, yönetim kurulu ve diğer çıkar grupları arasında yaşanan ilişkiler bütününü içermektedir diye belirtmiştir. Kurumsal yönetim şirketlerin amaç ve hedeflerinin tespit edildiği ve bunlara ulaşabilmek için gerekli performans izleme yöntemlerinin saptandığı işlem ve süreçler bütününü ifade eder.[2]

Kurumsal yönetime öncelikle sağladığı faydalar ve ekonomik bir bakış ile yaklaşıp, anonim işletmelere finansal kaynak sağlayan paydaşların sağlanan bu yatırımdan elde edilecek getiri ve karlar hususunda kendilerini güvence altında görmeleri gerekir. Shleifer ve Vishny göre paydaşların kendilerini güven içerisinde hissetmelerini sağlayabilecek çeşitli yöntemlerin bulunması, kurumsal yönetim şeklinde tanımlanmaktadır.[3]

Dünya Bankası tarafından kurumsal yönetim kavramı, bir işletmenin insani ve finansal sermayeyi toplamasına, dinamik olarak çalışmasına, bu sayede içinde bulunduğu toplumun değer yargılarına saygılı davranırken, uzun vadede paydaşlarının ekonomik değer oluşturmasına olanak tanıyan tüm kanun, tüzük, yönetmelik, kurallar ve uygulamalar olarak tanımlanmaktadır.[4] Görüldüğü gibi uluslararası otoriteler tarafından yapılan tanımlamalar temelde aynı kavramlar üzerine oturmuş olsa da detaylı açıklamalar ile konunun farlı yönlerine değinilmektedir. Bu da kurumsal yönetim kavramının derinliğinden kaynaklanmaktadır.

Kurumsal yönetim konusundaki düzenlemelerde başı çeken 2 kuruluş International Finance Corporation (IFC) ile Organisation for Economic CoOperation and Development (OECD)' dir. Bu kuruluşlar kurumsal yönetimi bir işletme ya da organizasyonun kontrol ve yönetimini oluşturan prosedürler ve süreçler şeklinde tanımlamaktadır.[5] Gregory ve Lillien, tarafından kurumsal yönetim kavramı geniş manada ve dar manada olmak üzere 2 ayrı şekilde ele alınarak incelenip ifade edilmiştir. Geniş açıdan, anonim ortaklıklarda:

---

[2] OECD; Corporate Governance Principles, 1998, s.2)
[3] SHLEIFER, Andrei, Robert W. Vishny. (1997) A Survey Of Corporate Governance, The Journal Of Finance, Vol.LII No:2.
[4] World Bank. **Ukranian Corporate Governance Manual,**1999, World Bank
[5] Glossary of Statistical Terms, 2016, Çevrimiçi) https://stats.oecd.org/glossary/detail.asp?ID=6778, 10.11.2017

- İşletme dışından sermaye elde edilmesi
- İşletme faaliyetlerinin yerine getirilirken verimliliğin ön planda olması
- Pay sahibi ortaklar, paydaşlar dışında diğer birimlerin ve genel olarak toplum menfaatlerine saygılı hareket edilmesi
- Uzun vadede ortaklık paylarının ekonomik değer ve getirilerinin artmasının sağlanması

Gibi kavramların tüzük, kanun ve ihtiyarı özel sektör uygulamalarının karışımı olarak ifade edilmiştir. Dar açıdan ise yalnız yönetim kurulu, üst düzey yöneticiler ve pay sahiplerinin rollerinin ve faaliyetlerinin düzenlenmesi ve yönetilmesi işlemlerinin tümü olarak ifade edilmiştir.[6]

Kurumsal yönetim en geniş anlamı ile bir şirketi en iyi şekilde yönetebilmek için gerekli olan kurallar bütünüdür. Yani iyi şirket yönetimidir. İyi şirket yönetimi için, o şirketin yönetim kurulu ve üst düzey yöneticilerinin görev ve sorumluluklarının ve şirket iç ve dış menfaat sahiplerinin haklarının önceden belirlenerek sözleşmeler dahilinde kayda alınması gereklidir. Bununla birlikte iyi şirket yönetimi için stratejik yönetim, insan kaynakları yönetimi, sinerjik yönetim, değişim yönetimi, toplam kalite yönetimi, vb. yönetim metotlarının da şirket içerisinde uygulanıyor olması gerekmektedir.[7]

Türkçe literatürde stratejik yönetim bakış açısıyla Ülgen ve Mirze kurumsal yönetimi, “kurumun yönetimi ile görevlendirilmiş ve bu alanda sorumlu olan üst yönetimin, stratejik sorumluluk ve görevlerini yaparken, firma adına kendilerini belirli sebeplerle “hak sahibi” olarak gören hisse sahipleri, çalışanlar, müşteri, tedarikçi ve diğer sosyal kuruluşlar ile olan ilişkileri” şeklinde tanımlamışlardır.[8]

Türk Sanayicileri ve İşadamları Derneği (TUSİAD) kurumsal yönetimi; kurumların adillik, şeffaflık, sorumluluk ve hesap verebilirlik ilkeleri doğrultusunda yeni baştan yapılanmalarını sağlayan ve en geniş manasıyla, işletmeleri yönlendirme ve faaliyetlerinin performanslarını denetleme sistemi olarak

[6] Holly J. Gregory, Jason R. Lillien, "Corporate Governance and the Role of Board of Directors" **Egon Zehnder International,** 2000,s.40-53
[7] Aktan,Coşkun Can, Kurumsal Şirket Yönetimi 2005:s.4
[8] Hayri Ülgen, Kadri S. Mirze, **İşletmelerde Stratejik Yönetim,** Literatür Yayıncılık, İstanbul, 2004, s.46.

tanımlamıştır.[9] TÜSİAD tarafından 2002 senesinde hazırlanmış olan rapora göre kurumsal yönetim, en geniş anlamıyla modern hayatta insanların belirli hedefler doğrultusunda bir amaç için oluşturmuş olduğu herhangi bir işletmenin yönetim faaliyetlerinin düzenlenmesi ve organize edilmesidir. Dar manası ile bir işletmenin hem beşeri ve hem de mali sermaye sağlamasına, verimli çalışmasına ve bu sayede içinde bulunduğu toplumun değer yargılarına karşı saygılı olurken uzun vadede paydaşların ekonomik varlık oluşturmasına imkan sağlayan tüm kanun, tüzük, yönetmelik, ilke vb. uygulamaları ifade eder.[10]

Kısaca bir işletmenin kurucusundan büyük ortaklarına ya da hisse sahibi olan tüm hissedarlarına, üst düzey yöneticilerinden tüm çalışanlarına tedarikçisinden müşterisine kadar elde etmiş olduğu kar ya da sağlamış olduğu fayda ile bunun paralelinde oluşabilecek zarar ve olumsuz gelişmeler ile toplumun büyük bir kısmını etkileyen faaliyetler bütünüdür. Kurumsal yönetim, işletmelerin yönetim ve faaliyetlerinde bu yapının haklarını koruyan bir sistemdir. Amacı kar elde etmek ve elde ettiği bu karı diğer paydaşlarına dağıtmak olan geleneksel yapıları ile birlikte, hisse sahipleri de dâhil olmak üzere tüm paydaş ve menfaat sahiplerinin haklarının korunabilmesi ve bu bağlamda tüm çıkar grupları arasındaki ilişkiler ve kurallar bütününün düzenlenmesini hedefleyen bir kavramdır.[11]

Kurumsal yönetim konusunda uzmanlık sahibi olan birçok kurum ve şahıs bu konuda birbirinden farklı tanımlamalarda bulunmuştur. Bu farklılıkların temel nedenini kurumsal yönetim kavramının başta hissedarlar olmak üzere, bunun yanında yönetim kurulu üyeleri, firma yöneticileri ve aynı zamanda çalışanlar ile birlikte, potansiyel yatırımcı kişiler ve derecelendirme kuruluşları gibi birçok sayıda kurum, kuruluş ve kişiler ile ilişkileri dolaylı ya da dolaysız olarak ilgilendirmesidir.[12]

Elde edilen fayda açısından kurumsal yönetim ile ilgili yapılan diğer bir tanımlama da; kendi çıkarlarını ön planda tutan firma yöneticilerinin bu tarz

[9] Activeline, "Çağın yönetim modeli: Kurumsal Yönetim", Türkiye Sanayici ve İşadamları Derneği "**Kurumsal Yönetim: Türkiye'de İş Hayatının Değişen Çehresi Konferansı**", Nisan 2002 s.1-5 (çevirimiçi) http://www.activegroup.biz/activeline/activeline.html, 17 Eylül 2016.
[10] Türk Sanayicileri ve İşadamları Derneği, **Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi**, İstanbul,2002.
[11] Kübra Şehirli, "Kurumsal Yönetim" **SPK Yeterlilik Etüdleri,** Ankara,2004,s.12.
[12] Öztürk ve Demirgüneş, Kurumsal Yönetim Bakış Açısıyla Entelektüel Sermaye2005 s. 25

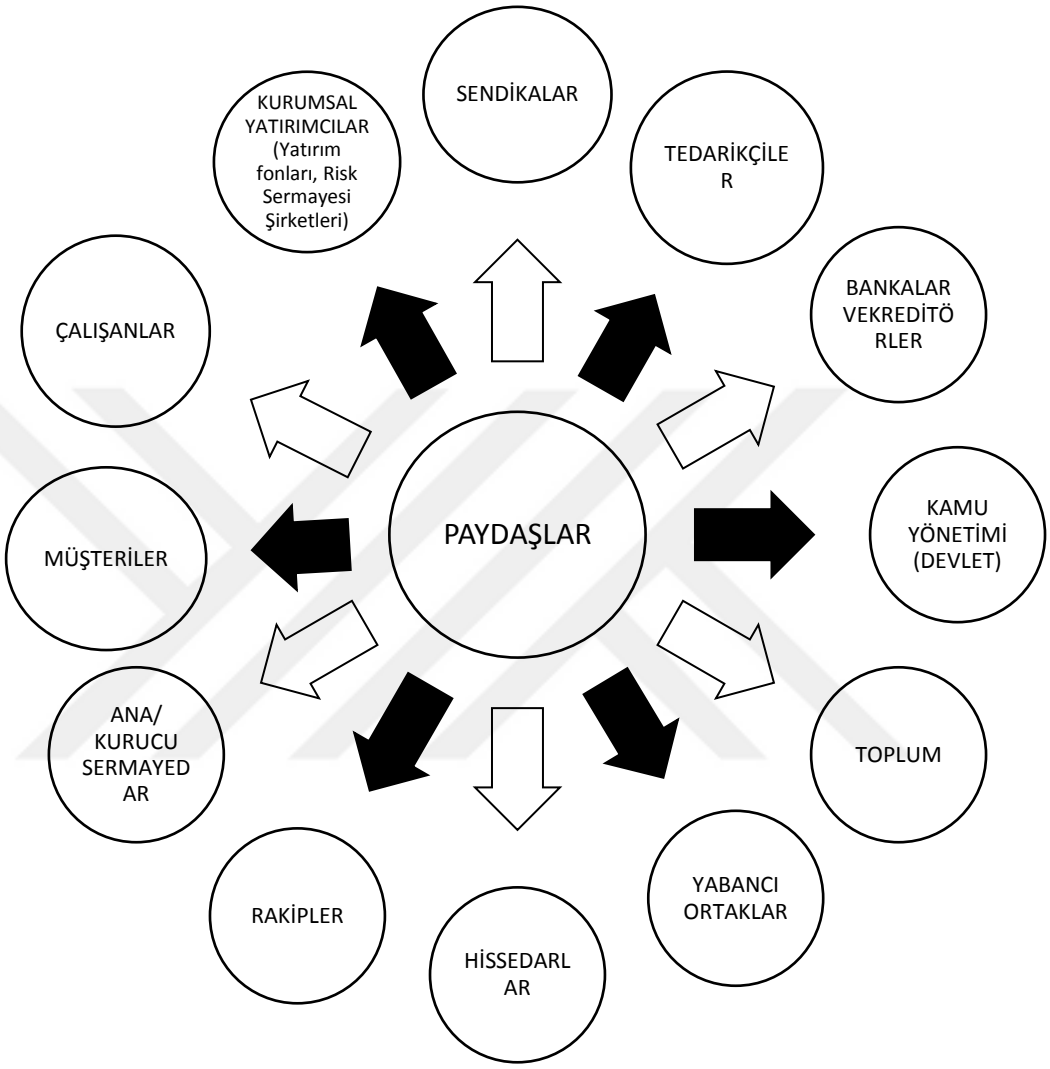
yönelimlerden kaçınmalarının sağlanması. Kendi çıkarlarından ziyade paydaşlar yani işletme sahipleri için işletme değerini en yüksek seviyeye çekmeye yönelik karar almaya yönelten kurumsal olmakla birlikte aynı zamanda piyasa temelli mekanizmalar topluluğudur.[13]

Cadbury Raporu'nda kurumsal yönetim, OECD tarafından yapılan tanımlamaya yakın bir tanımla ile açıklanarak anonim ortaklıkların kontrol ve yönetimine ait bir sistemler bütünü olarak belirtilmiştir. 1999 da Dünya Bankasınca hazırlanan rapor için hazırladığı önsözde Adrian Cadbury, kurumsal yönetim tanımını genişletmiş hem sosyoekonomik hem de birey ve toplumsal amaçlar arasındaki dengeyi sağlamak olduğunu dile getirmiştir. Yönetimin yapısı, ortaklık kaynaklarının düzgün ve verimli olarak kullanılmasını sağlamalı ayrıca bu kaynakların doğru kullanılmamasından doğabilecek kayıp ve zararlardan, yönetimin sorumlu olması sağlanmalıdır.[14]

Kurumsal yönetim ile ilgili tanımlamaların farlılık göstermesinin başlıca sebebi, kurumsal yönetimin kapsam alanına geniş ya da dar açıdan bakarak yapılmasından ve ayrıca kurumsal yönetime ilişkin özeliklerin birinin ya da birkaçının ön plana alınmasından kaynaklanmaktadır. Ülkemizde' de 2.000'li yıllarda gündeme gelmiş olan kurumsal yönetim ilk olarak kurumsal Yönetişim ve Kurumsal Yönetim olarak adlandırılsa da zamanla yapılan tüm akademik, idari ve hukuki çalışmalarda kurumsal yönetim olarak kullanılmıştır.

[13] Denis, D. K.,ve McConnell, J.J., International Corporate Governance. European Corporate Governance Institute (ECGI)", Finans Çalışmaları 05/2003
[14] Basel Committee on Banking Supervision, Corporate Governance Principles for Banks, 2015, http://www.bis.org/bcbs/publ/d328.pdf, s.1

Tablo 1: Organizasyonlarda Başlıca Paydaşlar (Menfaat Sahipleri)



Kaynak: Aktan, Coşkun Can (2010). Kurumsal Şirket Yönetimi. http://www.sobiadacademy.net/sobem/e-yönetim/kurumsal-yönetim/aktan-kurumsal.pdf, e.t.10.07.2010. s.3.)

Yukarıdaki tabloda da görüldüğü gibi kurumsal yönetimin etkileşim içinde bulunduğu birçok yapı bulunmaktadır. Bunlar direkt olarak firma içerisindeki bölümler olduğu gibi, endirekt açından firma dışında bulunan şahıs ya da farklı firmalar olabilmektedir. Bu yapının genişliğinden ötürü kurumsal yönetim uygulamaları birçok birimi farklı boyutlarda etkilemektedir. Bu etkileşimin doğuracağı sonuçlardan dolayı kurumsal yönetim uygulamalarına uyum sağlanması birçok kurum ve bireyi de dolaylı yoldan güvence altına almaktadır.

1.2. Kurumsal Yönetim Kavramı Tarihsel Gelişim Süreci

Kurumsal yönetim kavramı özellikle 1980 li yılların sonuna doğru iş dünyasının gündemine yer etmeye başlamıştır. Son yıllarda popülaritesi giderek artan ve özellikle halka arz edilmiş büyük firmaların gündeminden düşmeyen kurumsal yönetimin temeli çok daha eskilere dayanmaktadır. Tarihsel açıdan kurumsal yönetimden kavram olarak halka açık firmaların oluşumu ile birlikte, ilk kez Adam Smith' in 1776 yılında yayınlanan kitabı Ulusların Serveti' nde bahsedilmektedir. Bu kapsamda halka açık olan firmalardaki yöneticilik kavramı üzerinde durulmuştur. Yöneticiler ve firma sahipleri arasında oluşması muhtemel çıkar farklılıklarının önüne geçilebilmesi için gerekli yönetim fonksiyonlarının oluşturulmasının öneminden bahsedilmiştir. Bahse konu bu kitapta Adam Smith "Firma yöneticilerinin kendilerine ait olmayan paraları harcarken, kendi paralarını harcarken gösterecekleri özeni göstermeleri beklenemez. Yöneticilerin yapacakları israf ve ihmalkarlıklar şirket yönetiminde kaçınılmazdır."[15] diye ifade etmiştir.

Bu konuda günümüzde de birçok yaklaşım geliştirilmiş olup, firma sahipleri, yöneticiler ve harcamalara ilişkin en bilinen uygulamalardan biri de ekonomi biliminin ünlü aktörlerinden Milton Freidman' ın Freidman matrisidir. Aşağıda yer alan Tablo 2 de görüldüğü gibi kimin ve kim için harcama yaptığına ilişkin 4 kavram geliştirilmiştir. 1. Bölümde kişinin kendi parasını kendisi için harcaması durumu incelenmiş olup bu bölgede israf en alt seviyede olup, harcama yapan kişi en kaliteli ürünü en ucuza alma eğilimindedir. 2. Bölüm ise kişinin kendi parası ile başkası için harcama yaptığı durumdur. Bu alanda kişiler kendi paralarını harcıyor olduğundan kaliteden çok maliyete önem vermektedir. Yine bu alanda israf ve savurganlık en alt seviyededir. 3. bölümde ise kişinin başkasının parası ile kendisi için harcama yapma durumu belirtilmiş ve bu bölgede kişilerin yapılacak harcamanın tutarından ziyade kalitesi ile ilgilendiği görülmüştür. Başlıca amaç fiyatı dikkate almadan en kaliteli ürünü satın almaktır. İsraf ve savurganlığın yoğun görüldüğü bölümlerden biridir. 4. Bölümde ise kişinin başkasının parası ile yine başka biri için harcama yapması durumudur. Burada kişiler kaliteye de maliye te dikkat etmezler, israf ve savurganlık en yoğun olarak bu alanda görülür. Şirket yöneticileri de kendilerine ait olmayan parayı harcadıklarından 3. ve 4. Bölüm altında incelenebilir. Bu bölümlerde israf ve

[15] Adam Smith, **An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations**.1776, s.261.

savurganlığın en yoğun olduğu bölümlerdir. Şirket yöneticileri, firma sahiplerinin parasını harcarken kendi paralarını harcadıkları zamanki özeni göstermezler.

Tablo 2: Freidman Harcama Matrisi

Kim İçin Harcanıyor?	Kimin Parası Harcanıyor?	
	Kendi Parası	**Başkasının Parası**
Kendisi İçin	İsraf ve savurganlığın en az görüldüğü bölge	Hem Kamusal Hem de Özel Alan
Başkası İçin	İsraf ve savurganlığın en az görüldüğü	İsraf ve savurganlığın en fazla görüldüğü bölge
	ÖZEL ALAN	KAMUSAL ALAN

Kaynak: Milton Friedmanve Rose Friedman Fee to Choose New York, Harcourt Brace, Jovanovich, 1980 s.116

Kurumsal yönetimin ekonomi literatürüne dahil oluşunun 1929 yılında Amerika Wall Street' te yaşanan büyük ekonomik buhrana dayandığı görülmektedir. Ekonomik buhran sonrası yıllarda ortaya çıkan görüşlerin bugünkü kurumsal yönetim kavramının temellerini oluşturduğu ve benzer görüşlerin ilk olarak savunulmaya başlandığı yıllar olmuştur.

1932 yılında Berle ve Means tarafından "The Modern Corporation and Private Property" (Modern Şirket ve Özel Mülkiyet) isimli kitap yayınlanmıştır. Bu çalışmada çok ortaklı ve halka açık şirketlerin az ortaklı ve halka açık olmayan işletmelere nazaran çok sayıda yatırımcının işletmeye sermaye koyduğu belirtilmiştir. Bu durumda mülkiyet pay sahiplerine ait olurken şirket yönetiminin, şirkette payı olmayan ya da küçük oranda payı bulunan yöneticiler tarafından yapıldığı açıklanmıştır. Böylece bu ortaklıklarda sahiplik ve yönetim ayrımının ortaya

çıkarak yönetici ve pay sahiplerinin çıkarlarının farklılaşması ile menfaat çatışması yaşandığı belirtilmiştir. Yöneticilerin birincil amaçları şahsi konumlarını koruyup yükseltmek olurken büyük ekonomik yapılar üzerinde denetimden bağımsız kontrolleri bulunmaktadır. Özetle işletmelerde sahiplik ve denetim mekanizmalarının aynı elden yürütülmesinin tehlikelerine vurgu yapılarak, bu iki fonksiyonun birbirinden ayrı yürütülmesi gerektiği üzerinde durulmuştur.[16] Bu çalışmada vurgu yapılan konular günümüze kadar gelen kurumsal yönetim kavramının temeli olma niteliği taşımaktadır.

1976 yılına gelindiğinde Jensen ve Meckling bir makale yayınlayarak Berle ve Means tarafından ortaya atılan teoriyi geliştirerek vekâlet teorisini oluşturmuşlar ve bu makale geniş akademik kitlelere yayılmıştır.[17] Vekalet teorisinin temelinde asıl-vekil ilişkisi bulunmaktadır. Asıl bizzat yerine getiremeyeceği işleri gerçekleştirmek üzere bir vekil atar.[18] Asıl tarafından atanan vekilin, asılın işlerini gerçekleştirirken asıl ile olan vekalet ilişkisine uygun ve onun çıkarlarına göre hareket edip etmediği denetlenmelidir. Asıl ise vekilin gerçekleştirmiş olduğu işlemleri denetleme etkinlik ve vasıflarına sahip olmayabilir. Böyle bir durumda atanmış olan vekilin asılın menfaatlerini gözeterek, şirket faaliyetlerini en iyi biçimde yürütülmesi için yaptığı çalışmalarda teşvik amaçlı olarak bir sözleşmeye ihtiyaç duyulmaktadır.[19]

Kurumsal yönetim de ortaya çıkan bu mülkiyet-kontrol problemini çözebilecek bir yapı oluşturma hedefi ile ortaya çıkmaya başlamıştır. Bu ana temel üzerinde yıllar içerisinde oluşan yeni ihtiyaçlara göre gelişip yaygınlaşmıştır.

Farklı ülke ve bölgelerde farklı kurumsal yönetim modelleri uygulanmaktadır. Birçok Asya ülkesi ve Fransa' da en çok kullanılan model, devlet yaklaşımlı modeldir. A.B.D. de kullanılan model yöneticiyi esas almaktadır. Almanya' da ise çalışan temalı ve temeli birlikte karar verme ilkesine dayalı model uygulanmaktadır. Modeller ana çerçevede farklılık gösterse de hepsinin ortak hedefi firmanın ana varlıklarının korunup arttırılmasıdır. Bu modellerde yaşanan olumsuz durumlar ve

[16] BERLE, Adolph A./MEANS Gariner C.:The Modern Corporation and Private Property, With A New Introduction By Murray Weidenbaum&Marc Jensen, New Jersey 1991, s.47-66
[17] JENSEN, Michael C./MECKLING, William H**.: T**he Theory of The Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure, Journal of Financial Economics **(JFE**), Vol.3, No:4, October 1976, s.1-72, http://ssrn.com/abstract=94043, 25.01.2009.
[18] JENSEN/MECKLING: age., s.10-12.
[19] Margaret M. Blair / Lynn A. Stout, A Team Production Theory of Corporate Law,1999, s.258-259

başarısızlıklar uluslararası alanda en çok temeli hissedarlardan oluşan modelin rağbet görmesine sebep olmuştur. Dünya Bankası'nın hazırladığı "Kurumsal Yönetim Uygulama Çerçevesi" raporlarında, hissedarlar yaklaşımlı modelin gelişmekte olan ülkelerde en iyi ve en başarılı sonuçları vermeye en yatkın model olduğu belirtilmiştir.[20]

1.3. Günümüzde Kurumsal Yönetim Kavramı

Kurumsal yönetim kavram olarak ilk kez 1978 yılında Amerika' da yayınlanan kurumsal yönetim koduyla (kanunnameleri) gündeme gelmiştir. Sonrasında 1989 yılında Hong Kong' da yayınlanan kurumsal yönetim kanunnameleri ve özellikle 1992 senesinde Londra Menkul Kıymetler Borsası tarafından İngiltere' de yayınlanan ve Adrian Cadbury' nin başkanlık ettiği komitenin çalışmaları ile başladığı görülür. Bu rapor sonrasında çalışma grubu başkanın adıyla "Cadbury Raporu" olarak isimlendirilmeye başlanılmıştır.[21] Yönetim kurulu üyelerinin topluma ve hissedarlara karşı olan sorumlukları çalışma grubu tarafından araştırılmış ve kurumsal yönetim standartlarını iyileştirerek ve de denetim ve finansal raporlamaya duyulan güveni arttıracak tavsiyeler üretilmiştir. "Cadbury Raporu" sonrasında, kurumsal yönetim kanunnameleri diğer ülkelere de yayılmaya başlamıştır. 2008 yılına gelindiğinde 64 farklı ülkede 196 farklı kurumsal yönetim kanunnamesi oluşturulmuştur. Bu kanunnameleri yayınlayanlar sadece hisse senedi piyasa düzenleyicileri değil bununla birlikte işveren toplulukları, profesyonel birlikler, yatırımcı birlikleri ve de devletlerden oluşmaktadır.[22]

"Cadbury Raporu" ile yatırımcıların korunmasına ilişkin sıkı tedbirler belirlenmiş, yönetime yardımcı olabilmek amacıyla en iyi uygulamalara ilişkin tavsiyelerde bulunulmuştur. Halka açık işletmelerin kurumsal yönetim ilkelerine uygun olup olmadıkları kontrol edilmiştir. İngiltere ve ardından Kanada, kurumsal yönetim kavramını güvenceye almış ve bir standart geliştirmiştir. İngiltere menkul

---

[20] Ali Osman Gürbüz, Yakup Ergincan., **Kurumsal Yönetim: Türkiye'deki Durumu ve Geliştirilmesine Yönelik Öneriler**, 1.Basım, Literatür Yayıncılık, İstanbul, 2004, s:16.

[21] Holly J. Gregory, Marsha E. Simms, **"Corporate Governance: What It Is and Why It Matters**,9'th International Anti-Corruption Conference.October 1999, Durban,South Africa, s.3.

[22] AGUILERA, Ruth V., Cuervo-Cazurra, Alvaro, (2009), Codes of Good Governance, Corporate Governance:An International Review, 17(3), ss. 376-387.

kıymet borsalarında işlem gören firmalar, yıllık faaliyet raporlarında Cadbury Komitesi raporunda yer alan kurumsal yönetim ilkelerine uyup uymadıklarını belirtmek eğer uymadılarsa bunların sebeplerine ilan etmekle sorumlu tutulmuşlardır.[23]

Cadbury Raporu'ndan sonra, 1995 senesinde halka açık şirketlerin üst düzey yöneticilerinin ücretlendirilmesi ile ilgili "Greenbury Raporu" ve 1998 de, Yönetim Kurulu üyelerine ait sorumlulukları genişleten, "Hampel Raporu" yayımlanmıştır. Temel olarak Hampel Raporu, Cadbury Raporu'nun üzerine bina edilmiş olup bu raporun ana çerçevesini daha da kuvvetlendirmiştir.[24] Cadbury raporu, Hampel raporu ve Greenbury raporu revize edilerek bu üç raporu kapsayan yeni bir rapor hazırlanmıştır. Londra Menkul Kıymetler Borsasında işlem gören tüm şirketler için bu kurallara uyulması zorunlu hale getirilmiştir.

Kurumsal yönetim kavramı ilk kez Amerika' da ortaya çıkmış ve sonrasında İngiltere' ye sıçramış olan bir kavramdır. Özellikle 1990'lı senelerde kıta Avrupa'sında ve özellikle Asya' da aynı zamanda tüm dünyada önemli bir gündem konusu haline gelmiştir. Amerika ve İngiliz sermaye piyasalarında özellikle son on beş – yirmi yıl içirişinde oldukça önemli bir hale dönüşen ve bu da kurumsal yönetim gibi yeni bir kavram olan kurumsal yatırımcıların (institutional investors) öneminin giderek artması kurumsal yönetim kavramının gelişiminde önemli bir paya sahiptir. Bu ülkelerde bulunan sermaye piyasalarındaki kurumsal yöneticilerin piyasalara hakim ve lider pozisyonda bulunmaları ve aynı zamanda, müşteriler tarafından yapılan yatırımların değerini ve dolayısıyla kendi portföylerinin değerini arttırmak için hisse sahiplerinin daha fazla yetkiye sahip olma ayrıca tüm bu yetkilerini kullanma istekleri bulunmaktadır. Hissedarların bir şekilde yönetimi etkileyebilmeleri, kısaca yönetimde etkin olabilmeleri ve kendi çıkarlarını mümkün olan en üst seviyeye çıkarma arzuları kurumsal yönetim kavramını adeta kaçınılmaz kılmıştır. Kurumsal yatırımcılar, bireysel yatırımcılara oranla daha organize, daha etkili ve daha bilinçli olarak hareket ettiklerinden, kurumsal yönetimin dünyada piyasalarındaki öneminin artmasında da önemli bir role sahiptirler.[25]

---

[23] Varış, Meral ve diğ. (2001), **"Sermaye Piyasalarında Kurumsal Yönetim İlkeleri",** İMKB Dergisi, Yıl: 5, Sayı: 19, İstanbul.

[24] Hasan Pulaşlı, **Corporate Governance Anonim Şirket Yönetiminde Yeni Model,** Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara, 2003, s.19.

[25] Ali Paslı, **Anonim Ortaklık Kurumsal Yönetimi**, İstanbul, Beta Yayınları, 2008, s.14.

Kurumsal yönetim ile ilgili duyarlılığın artmasının ardından OECD Bakanlar Konseyi, 1998 yılında OECD Sekretaryasından Kurumsal Yönetim konusu ile ilgili bir dizi standart ve çerçeve ilkeler dizisi hazırlamasını istemiştir. Bu talep üzerine OECD tarafından "Kurumsal Yönetim Prensipleri" hazırlanmış ve 1999 da OECD Bakanlar Konseyi'ne bildirilmiştir. OECD tarafından hazırlanmış olan ilkeler beş başlıktan oluşmaktadır. Bu bölümler:

-Hissedar hakları

- Hisse Sahiplerinin Adil Muamele Görmesi

- Kurumsal Yönetimde Direkt Çıkar Sahiplerinin Rolleri

- Şeffaflık ve Kamuoyuna Açıklama

- Yönetim Kuruluna ait Sorumluluklar 'dır.

1997-1998 yıllarında başta Amerika ve Uzak Doğu olmak üzere hemen hemen tüm dünyada baş gösteren ekonomik kargaşa ve finansal bunalım neticesinde, birçok şirket iflasını beraberinde getirmiştir. Özellikle Enron firmasının iflası ve bu iflasın büyük sebeplerinin yönetici kaynaklı olması, Kurumsal Yönetim kavramı üzerinde yeni düzenlemelerin yapılmasını gerektirmiştir. Bu sebeple A.B.D.' de 2002 Temmuz ayında Sarbanes-Oxley yasası (SOX Compliance) hazırlanmıştır. Bu yasa ismini yasanın oluşturulmasında öncü olan ve o dönem görevde olan senatör Paul Sarbanes ve milletvekili Micheal Oxley' den almıştır. Bu yasa A.B.D. Sermaye Piyasası Kurumu' na rapor veren tüm şirketler için geçerlidir.

Bu yasa kamu muhasebesi, kurumsal yönetim ve mali bildirim konularını içermektedir. Kurumsal yönetim, firmanın ana hedefi olan kar etme ve hissedarlarına kar payı dağıtmanın yanında diğer tüm paydaşlarının haklarının korunmasını amaçlamaktadır. Bu yasanın kurumsal yönetim ile ilgili kararlarını beş başlık altında incelemek mümkündür.

- Firmanın diğer paydaşları için önem arz eden her türlü olayı eş zamanlı olarak kamuya bildirerek, aydınlatması.
- Hazırlanmış olan finansal raporların sermaye piyasası mevzuatına uyumluluğu konusunda firmada görev yapan CEO ve CFO' tarafından, kişisel olarak onay verme zorunluluğu.
- Bağımsız denetçilerin ve denetim komitesi üyelerinin bağımsızlık gereklerine tam olarak uymaları.
- Sermaye piyasaları ile ilgili düzenleme ve kuralara uyulmaması sonucu doğacak olan cezai işlem ve yasal sorumlulukların arttırılması
- Bağımsız denetçi ortağına düzenli olarak periyodik rotasyon uygulanması

1.4. Dünya Ekonomi Tarihinin En Büyük Muhasebe Skandalları ve İflaslar Kronolojisi

Global çapta yaşanan ekonomik krizler beraberinde kimi zaman bütçeleri, ülke bütçelerin daha büyük olan dev dünya şirketlerinin çöküş ve iflaslarını da beraberinde getirmiştir. Bu süreçte özellikle finans kurumlarının iflası, yaşanan ekonomik krizi daha da derinleştirerek sonuçta şirketlerin ve hatta ülkelerin çöküşlerine sebep olmuştur. Dünya tarihindeki finansal gelişmeler ve büyük şirket iflasları incelendiğinde bunların içerisinde 2008 yılında iflas eden Wall Street' in en büyük yatırımcı kurumlarından olan Lehman Brothers 639 milyar dolar aktif büyüklük ile listenin en üst sırasında yer almaktadır. Sonrasında batma korkusu yaşayan müşterilerin 1 yıldan az bir süre içerisinde 16 Milyar dolar çekmesi ile büyük çöküş yaşayan ve aktif büyüklüğü 328 milyar dolar olan Washington Mutal gelmektedir. Dünya çapında Worldcom, General Motors, Posco, Tyco, Swissair vb. büyük iflaslar son döneme damgasını vuran büyük çöküşler olmuştur. Özellikle 2001 yılında Amerika' nın en büyük enerji üretim ve dağıtım şirketi aynı zamanda dünyanın da en büyük yedinci şirketi olan Enron firmasının iflası piyasada büyük çalkantılara sebep olmuştur. Bu iflasta denetimden kaynaklanan sebepler, yönetici suiistimalleri ve raporlama konusunda muhasebe hileleri ile halkın kandırılmış olması kurumsal yönetim kavramının öneminin anlaşılmasına ve kamu gözünde çok büyük ölçüde değer artışına sebep olmuştur.

Şirket iflaslarında, muhasebe ve finansal alanlarda yapılan usulsüzlük, kamuyu yanlış bilgilendirme ve risk yönetimi unsurunun yetersizliği büyük oranda yıkıcı ve toplumun büyük kesimlerini etkileyen sonuçların doğmasına sebep olmaktadır. Özellikle hisse senedi piyasalarında bu tür vakalar, tüm ürünlerde dalgalanmalara ve kamuoyu tarafından sektöre olan inancın ve güvenin kaybolmasına sebep olmaktadır. Bu da uzun vade de firma sürdürülebilirliği ve karlılığı gibi birçok değişkeni etkilemektedir. Piyasaların, sektörlerin ve hatta ülkelerin birbirleri ile olan bağlantıları ve yakın etkileşimleri her hangi bir sektörde meydana gelen bir kriz ortamının dolaylı olarak tüm sektörlere ve ülkelere yayılması söz konusu olabilmektedir. Kriz ortamının finans sektörü ile etkileşimi ile, aynı zamanda global bir krize dönüşerek tüm dünyaya yayılması da mümkün olabilmektedir.

Tablo 3: 2000-2012 Yıllarında Yaşanan Muhasebe Skandalları ve İflaslar (Ülke, Sektör ve Yıl Bazında)

FİRMA	ÜLKE	SEKTÖR	YIL	AÇIKLAMA
Xerox	ABD	Teknoloji	2000	Finansal tabloların yanlış yorumlanması, gelirin olduğundan yüksek gösterilmesi
Zhengzhou Baiwen	Çin	Perakende	2000	Borsa değerlerini yükseltebilmek adına karın olduğundan fazla gösterilmesi
Flowtex	Almanya	İnşaat ve Üretim	2000	Aynı makinanın farklı farklı kişilere satılarak haksız ve fazladan kazanç elde edilmesi
Enron	ABD	Enerji	2001	Bilanço makyajlaması (zarar ve borçların saklanması), aktifleri arttırabilmek için kurulan özel amaçlı ortaklıklar
HIH Insurance	Avustralya	Sigorta	2001	Tazminat yükümlülüklerinin olduğundan düşük gösterilmesi
One. Tel	Avustralya	Telekomünikasyon	2001	Kurumsal yönetim içeriğinin yetersizliği, etkin yönetim içim kapasitenin düşürülmesi ve yatırımcılara doğru olmayan finansal bilgiler verilmesi
ComRoad	Almanya	Depoculuk ve Nakliye	2001	Rekabete ve dürüstlüğe uygun olmayan hisse alışverişi, usulsüz finansal raporlama
Vivendi	Fransa	Telekomünikasyon, Medya	2001	Doğru olmayan Finansal tabloların ilan edilmesi, hissedarların kayba uğraması
Kmart	ABD	Perakende	2002	Yanıltıcı finansal tablolarla yatırımcıların zarara uğratılması
Homestore.com	ABD	Online finansal hizmet (emlak)	2002	Satış kayıtlarının hatalı yapılması
Global Crossing	ABD	Telekomünikasyon	2002	Geliri olduğundan daha yüksek göstermek, mali belgelerinin yok edilmesi
Qwest Communications International	ABD	Telekomünikasyon	2002	Gelirin fazla gösterilmesi, uzun dönemli anlaşmalar adına usulsüz muhasebe kaydı yapılması
Worldcom	ABD	Telekomünikasyon	2002	Nakit akışında sahtecilik yapılarak olduğundan fazla gösterilmesi
Adelpha Communications	ABD	Telekomünikasyon	2002	Bilanço dışı borç, sermaye giderlerinin yüksek gösterimi

Halliburton	ABD	Enerji	2002	Hileli muhasebe kayıtları ile azla maliyetin gizlenmesi
Reliant Energy	ABD	Enerji	2002	Anlaşmalı alım satımlarla geliri arttırıp, Enerjinin belli kişilerle aynı fiyat üzerinden alınıp satılması
Tyco Inc.	İsviçre	Endüstriyel ve finansal hizmet	2002	Şirket fonlarının uygunsuz kullanılması, Birleşmelerde yapılan hileli muhasebe uygulamaları
El Paso Corporation	ABD	Enerji	2002	Karşılıklı yapılan anlaşmalı alım satımlar
CMS Energy	ABD	Enerji	2002	Karşılıklı yapılan alım satımlarla gelir ve giderlerin daha yüksek gösterilmesi
Dynegy Inc.	ABD	Enerji	2002	Karşılıklı yapılan alım satımla gelir ve giderlerin saklanması
Merrill Lynch, Salomon, Smith Barney, Credit Suisse, Goldman Sachs, J.P. Morgan	ABD	Bankacılık	2002	Hisse analizlerinde yanıltıcı bilgiler bulunması ve doğru olmayan aracılık uygulamaları
Peregrine Systems	ABD	Teknoloji	2002	Satışların gerçeğinden daha yüksek gösterilmesi
Merck & Co.	ABD	Sağlık (İlaç)	2002	Toplanmayan sigorta primi kesintilerinin mali kayıtlarının yapılması
AOL Time Warner	ABD	Medya, Eğlence, İnternet	2002	Satış ve gelirlerin gerçeğinden daha yüksek gösterilmesi
Bristol-Myers Squibb	ABD	Sağlık (İlaç)	2002	Malların dağıtım kanallarına istiflenerek, satış tutarının yüksek gösterilmesi
Duke Energy	ABD	Enerji	2002	Karşılıklı anlaşmalarla alım satım ve gelir giderin hileli kaydı
Mirant	ABD	Enerji	2002	Varlık ve borçların gerçeğinden fazla beyanı
Nicor Energy LLC	ABD	Enerji	2002	Varlıkların daha fazla, borçların daha düşük gösterilmesi
Sunbeam	ABD	Elektrik, Elektronik	2002	Gerçek dışı satış rakamlarıyla giderlerin az, gelirlerin çok gösterilmesi
Federal Home Loan Mortgage Corporation (Fred die Mac)	ABD	Finansal hizmet (ipotekli konut finansmanı)	2002	Gelirin olduğundan daha düşük açıklanması

Livent Inc.	Kanada	Eğlence	2002	Faaliyet ilişkin gelirlerin rüşvet ve yanlış faturalarla düzenlenmesi, gelirin hileli olarak daha yüksek gösterilmesi
ImClone	ABD	Sağlık	2002	Bilgi sızdırma operasyonları ile piyasa değerinin düşürülmesi
NortelNetworks	Kanada	Telekomünikasyon	2003	Gelirlerin hile yapılarak fazla gösterilmesi, yöneticinin aldığı fazla primler
Health South	ABD	Sağlık (İlaç)	2003	Hissedar beklentilerinin karşılanması için gelirin olduğundan çok gösterilmesi
Parlamat (Avrupa Enron'u)	İtalya	Gıda	2003	Sahte muhasebe belgeleri ve kayıtlar
Kanebo	Japonya	Tekstil,Kozmetik	2003	Hileli mali ve finansal tablo düzenlenmesi
ABB (Asea Brown Boveri)	İsveç	Enerji-Teknoloji	2003	Özsermayenin üst yönetim tarafından kullanılırken yapılan şüpheli işlemler
Skandia	İsveç	Sigorta	2003	İşletmeye ait varlıklarının üst yönetimce kötüye kullanılması
SK Global	Güney Kore	Enerji	2003	Gelirin olduğundan daha çok gösterilmesi
Fannie Mae	ABD	Finansal Hizmet	2004	Karın gerçek değerden düşük gösterilmesi
AIG (American International Group)	ABD	Sigortacılık, Finansal, Hizmet	2005	Hileli işlem ve kayıtlarla zarar karşılığının yükseltilmesi
Livedoor	Japonya	Teknoloji	2006	Bilançoda makyajlama, hisse senedi fiyat dolandırıcılığı
Nikko Cordial	Japonya	Finans	2006	Sahte hisse senedi piyasası oluşturup karın daha fazla gösterilmesi
Lehman Brothers	ABD	Bankacılık	2008	Riskli ipotekli konut finansman sistemi
Bernard Madoff	ABD	Bankacılık	2008	Vergi kaçakçılığı ile hisse senedi piyasalarına gerçek dışı finansal bilgi verilmesi
General Motors	ABD	Otomotiv	2008	Zararın olmayan kar gibi gösterimi
Satyam (Hindistan' ın Enron'u)	Hindistan	Bilişim	2009	Gelir ve varlıkların olduğundan daha fazla gösterilmesi
Sino-Forest Corporation	Çin	Ormancılık	2011	Hissedarlara yanlış kar, üretim bilgisi verip şirket değerinin gerçeğinden yüksek gösterimi

Olympus Corporation	Japonya	Teknoloji	2011	Düzensiz ödeme ve zararın gizlenmesi
DHB Industries	ABD	Askeri Malzeme Üretimi	2011	Hileli finansal raporlama, varlıkların kişisel çıkarlar için kötüye kullanılması
Autonomy Corporation	ABD	Teknoloji	2012	Hileli muhasebe kayıtları, uygunsuz beyan ile finansal ölçütlerin gerçeğinden yüksek gösterilmesi

Kaynakça: Mahmut Yardımcıoğlu, Şebnem Ada "Kronolojik Bir Sırayla Muhasebe ve Finansal Raporlamada Usulsüzlük ve skandallar

Yukarıda yer alan tabloda kendi sektöründe bilinir olup, yerine göre dünya klasmanında oyuncu olan firmalarda çeşitli sebepler ile yaşanılan iflas vakalarının koronolojik listesi yer almaktadır. İflas sebeplerinin ana etmenleri arasında, hileli muhasebe kayıtları, düzensiz ödeme ve bilanço makyajlama ile zararın gizlenmesi, gelir ve varlıkların olduğundan fazla gösterilmesi, varlıkların üst yöneticiler tarafından kötüye kullanılması vb. sebepler yer almaktadır.

1.4.1.WorldCom İflas Vakası

ABD'deki en büyük iletişim firmalarından biri olan WorldCom, 2002 yılının 21 Temmuz' unda borçlarını ödeyemediğini bildirerek, mevcut borçlarını yeniden yapılandırabilmek amacıyla iflas başvurusunda bulundu. Worldcom' un iflası ABD ve dolayısıyla bütün dünyada 2008' de meydana gelen Lehman Brothers firmasının iflasına kadar yaşanan en büyük şirket iflası olmuştur. WorldCom'un hisse senedi fiyatları, iflas talebinin ardından 9 Cent' e kadar gerilerken, Wall Street'teki en popüler şirketlerinden biri olan WorldCom'un hisse senedi fiyatları, 1999 senesinde 64 dolar seviyelerine kadar çıkmıştı. Kuruluşu 1983 yılına dayanan ve toplam 65 ülkede şubesi olan ve 85 bin civarı personeli bulunan WorldCom'un, müşteri sayısı yirmi milyonun üzerindeydi. WorldCom, borçlarına karşılık olarak alacaklı şahıs ve kurumlara şirket hissesi devretmeyi planlıyorken, toplamda 17 milyar dolar seviyelerinde WorldCom tahvili bulunan J.P. Morgan ile General Electric Capital Unit ve CitiGroup, şirketin malvarlıklarının korunabilmesi için 2 milyar dolarlık kredi verebileceklerini açıklamıştır.[26]

[26] (Çevrimiçi) **Risk Yönetimi Yetersizliğinin Batırdığı Dev: Worldcom** www.riskonomi.com (15.07.2017)

WorldCom kuruluşu 1983 yılına dayanmaktadır. Long Distance Discount services, Inc.(LDDS) adıyla kurulmuştur. 1989′da Advantage companies, inc. Şirketini bünyesine katarak halka arz olunmuştur. Firma adını 1995 senesinde LDDS WorldCom ve sonrasında yalnızca WorldCom şeklinde değiştirmiştir. Genel olarak WorldCom un stratejisi kendisinden daha küçük yapıda olan ya da kendi değerinde firmaları satın alarak büyümek olmuştur. Küçük bir firma olarak kurulmuşken, yaptığı satın almalar ile bir dünya devi haline gelmesi borsa literatüründe "kartopu etkisi" olarak tanımlanmıştır. WorldCom için en büyük dönüm noktası, 1998 senesinde yine bir Telekom şirketi olan MCI ile birleşmesi sonucunda ortaya çıkan 47 milyar dolarlık sinerji olmuştur. Bu birleşmenin ardından artık uzun mesafeli telefon hizmeti de verebilen bir yapı haline gelmiştir. ABD tarihindeki o zamana kadar yaşanmış olan en büyük şirket birleşmesi olan bu olumlu gelişme neticesinde 1999′da şirketin işlem gören hisse senedi fiyatı 64 dolar seviyelerine yükselmiştir. Orta ölçekli bir telefon şirketi olarak faaliyete başlayan WorldCom, sürdürmüş olduğu agresif büyüme yöntemi ile 15 yıl içerisinde kendi sektöründeki 60′ tan fazla şirketi satın alarak bu firmaları kendi yapısında bir araya getirmiştir. 2000 yılında WorldCom 115 milyar dolar karşılığında "SprintCom" u satın almak istemiş fakat bu satın alma Amerikan rekabet kurulunca onaylanmamıştır. Eğer bu birleşme yapılabilmiş olsaydı, dünya tarihindeki o zamana kadar gerçekleşmiş olan en büyük şirket birleşmesi olarak tarihe geçecekti. Böylece WorldCom AT&T şirketinin önüne geçerek iletişim ve telekomünikasyon sektöründe zirveye yerleşmiş olacaktı. Bu satın alma talebinin onaylanmaması şirket için kötü günlerin başlangıcı oldu, bir taraftan hisse senedi fiyatları düşerken diğer bir taraftan da şirket borçları artmaya başladı. Yapılan incelemeler sonrasında 2002 yılına kadar firma tarafından sahte gelirlerin oluşturulduğu ortaya çıktı. Yapılan muhasebe hileleri tutarının 11 Milyar dolar civarında olduğunun belirlenmesi ile şirket çöküş ve iflas sürecine girmiş oldu. Firma 2006 yılı, 7 Temmuz unda Verizon Communications kuruluşunca satın alındı. Şirkette CEO olarak görev yapan Bernard Ebbers elinde bulunan WorldCom hisse senedi fiyatlarının artması ile oldukça büyük gelir elde etmişti. Bununla birlikte 1998 yılında MCI ile birleşilmesinin ardından telekomünikasyon sektöründe gerileme başlamış oldu ve rekabet kurulu tarafından WorldCom' un büyüme stratejisi başka birleşmelerin engellenmesi ciddi bir sekteye uğramış oldu. Yapılan araştırmalar neticesinde 1999 ve Mayıs 2002 yıllarında muhasebe yetkililerinin sahte raporlar ve muhasebe hileleri ile gelir ve karlılık rakamlarını arttırmak suretiyle hisse senedi

fiyatlarını yukarı seviyelerde tutmaya çalıştıkları görüldü. Bu işlem için sahte gelir kalemleri oluşturulurken, giderlerde olduğundan düşük gösterilmişti. 2002 yılında şirket çalışanlarından bir denetçi grubu yaptıkları çalışma ile hesaplarda 3,8 milyar dolar civarında bir hile yapılmış olduğunu ortaya çıkardılar. Yönetim Kurulu bu durumu öğrendiğinde muhasebe yöneticileri görevden alınarak uzaklaştırıldı. Enron' un da denetçi firması olan Arthur Andersen ile olan bağlantı ve sözleşmeler 2001 sonunda sonlandırıldı. 2003 yılı sonunda şirket aktiflerinin muhasebe hileleri kullanılmak suretiyle 11 milyar dolar seviyelerinde arttırıldığı anlaşılmıştır. [27]

Enron dan sonra yaşanan WorldCom krizi de Amerika' da piyasaları ve borsayı alt üst etmiştir. Aynı zamanda bu her 2 firmanın da aynı denetim firması Andersen tarafından denetleniyor olması piyasa ve kurumlara olan güvenin daha çok sorgulanır olmasına sebep olmuştur. Yeni yapılan düzenlemeler ile bu tür hileli ve usulsüz işlemlerde verilecek olan cezaların oluşan mali kayıplar ile orantılı bir şekilde olması sağlanmıştır. Ayrıca Amerikan hükümeti tarafından uygulamada olan muhasebe kuralları daha çok sıkılaştırılmıştır.

Her ne kadar Enron ve WorldCom iflasları arda arda yaşanmalarının da etkisi ile birlikte anılsa da işin özünde, yaşanan çöküşlerin arkasında yatan sebepler birbirinden farklıdır. Enron da yaşanan iç içe geçmiş karmaşık bir şirket yolsuzluğu, offshore banka hesapları, yüklü maaşlarla çalışan mali danışmanlar iken WorldCom da direkt olarak muhasebe kayıtları ve rakamlarla oynanarak yanlış bilgilerin piyasaya verilmesi söz konusu olmuştur

1.4.2. Xerox Muhasebe Hileleri Vakası

Xerox ilk olarak 1906 yılında Amerika' da fotoğraf kâğıdı ve bunlarla ilgili ekipmanları üreten bir firma olarak kurulmuştur. 1914 yılında dünyanın ilk fotokopi makinasını piyasaya süren firma büyük bir şöhrete kavuşmuştur. Xerox 1961 de New York ve 1990 yılında Chicago borsasına kote oldu. Yaptığı teknoloji yatırımları ile birçok yeni buluşa imza atan kuruluş 1960'larda ofis masalarına sığabilecek

[27] (Çevrimiçi) **Risk Yönetimi Yetersizliğinin Batırdığı Dev: Worldcom** www.riskonomi.com (15.07.2017)

büyüklükte makinalar ile piyasasını oldukça genişletti. 1970'lerde ise renkli yazıcıları piyasa sürdü. 1977 de lazer yazıcılar ile Xerox bu alanda yeni bir çığır açtı.[28]

Worldcom' da yaşanan muhasebe skandalı atlatılamadan SEC tarafından Xerox' un bağımsız denetime tabi tutulması ile 5 yıl boyunca uygunsuz muhasebe kayıtları ile karını şişirerek olduğundan çok daha fazla gösterdiği ortaya çıkmıştır. İnceleme öncesi gelirin olduğundan 3 milyar dolar kadar daha fazla gösterdiği tahmin edilirken yapılan incelemeler bu değerin 6 milyar doların bile üzerinde olabileceğini göstermiştir. 1997 ile 2000 yılları arasındaki muhasebe kayıtlarında bağımsız denetimciler tarafından yapılan denetimlerde usulsüzlükler tespit edilmiştir. Mali tablolarında vergi öncesi karını olduğundan çok daha yüksek gösteren firma bu yolla borsayı manipüle ederek hisse senedi fiyatlarının artmasını sağlamıştır. Gözlemciler gerçek muhasebe kayıtları ile oluşacak mali tabloların piyasa beklentilerinin çok daha altında olacağını bildirmiştir. Yapılan bu açıklamaların ardından şirket hisse senedi fiyatları % 28 dolaylarında değer kaybederek 8 USD' den 5,75 USD' ye gerilemiştir.[29]

Her ne kadar çöküş kaçınılmaz olarak görünse de Xerox 2001 yılından sonraki 2 yılda toparlanmayı başardı. Şirket içerisinden bir yöneticinin tepe noktaya getirilmesi ile şirketin büyük ölçüde zarar etmesine sebep olan maliyetlerden kurtuluş sağlandı. Zarara sebep olan birçok yan kuruluş ve işletme kapatıldı. Şirket üzerine iflas açıklaması gerektiği konusunda baskı yapılırken, uzun vadeli yatırım planları ile yeniden toparlanması mümkün oldu. 2006 yılına gelindiğinde uygulanan doğru politikalar sayesinde şirket 1 milyar dolar seviyelerinde bir kar elde etti.

1.4.3. Enron İflas Vakası

Dünyanın en büyük yedinci şirketi ve A.B.D.' nin en büyük enerji üretim ve dağıtım şirketi olan Enron' un 2 Aralık 2001 günü iflasını bildirmesi Amerika ve hatta tüm dünya ekonomisi ve finansal piyasalarda büyük bir şok etkisi yaratmıştır. Bu büyük çöküş ile ilgili kısa sürede ortaya çıkan detaylar şirket içerisinde çok büyük yönetici suiistimalleri ve muhasebe hileleri ile denetim mekanizmasının da işin içine katılarak kamuya yanlış bilgi verildiğini göstermiştir. Şirketin 2.000 yılı mali raporlarında gösterilen net karın % 96' sının gerçekleşmemiş fiktif kar olduğu ve yine

[28] (Çevrimiçi) http://markalartarihi.blogcu.com/xerox-un-kurulus-hikayesi-tarihcesi/8138966 25.11.2017
[29](Çevrimiçi) http://arsiv.ntv.com.tr/news/160869.asp 25.11.2017

bu raporda halka açıklanmış olan nakit girdilerin % 105 oranında fazla gösterildiği belirlenmiştir. Bilançolarda 10 milyar dolar olarak görünen borcun gerçekte 22 milyar dolar olduğu ve bunun bilanço makyajları ile kamuoyundan gizlendiği görülmüştür.

1985 yılında Omaha (Nebreska) da kurulmuş olan InterNorth doğalgaz şirketinin Kenneth L. Lay' in yönetim kurulu başkanı ve genel müdürü olduğu Houston Doğal Gaz şirketi ile birleşmesiyle kurulan Enron firması yaklaşık 60.000 km. boru hattı ile A.B.D. 'nin en büyük doğalgaz boru hattı şirketi olmuştur. Özellikle 90'lı yılların başından itibaren büyük yeni satın almalar ile sektördeki liderliğini ve büyümesini sürdüren şirket enerji sektöründe doğalgaz dışı işlemlere de başlamıştır.[30]

Elektrik üretim dağıtım ve satıcılığına da yönelmiş olan Enron, İngiltere' de elektrik üretim tesisi, Hindistan' da ise 2 milyar dolar maliyetli Dabhol hidroelektrik tesisleri inşaatı ve işletmeciliğini kapsayan bir enerji devi haline dönüşmüştür. 1997 de Enron doğalgaz ve elektrik üretim ve dağıtımından kömür, kâğıt, plastik hammaddeleri, çeşitli madenler ticaretine kadar çok büyük alanlarda faaliyet göstermeye başlamıştır. Yine 1997 yılında 2,1 milyar dolar değerindeki hisse değişimi ile elektrik üreticisi Portland General Corporation şirketini satın almış, İngiliz su dağıtım şirketi Wessex Water' ı 2,2 milyar dolara satın alarak dev satın almalarda bulunmuştur. Su dağıtım ve satışı yapan Enron' un Azurix şirketi, Meksika, Kanada, Arjantin ve Peru' da su ve kanalizasyon imtiyazları almıştır. Bu büyük işlemlerin ardından 2.000 yılının Ağustos ayında Enron New York borsasında işlem gören hisse değerini 90, 56 dolar' a kadar yükseltmiştir.[31]

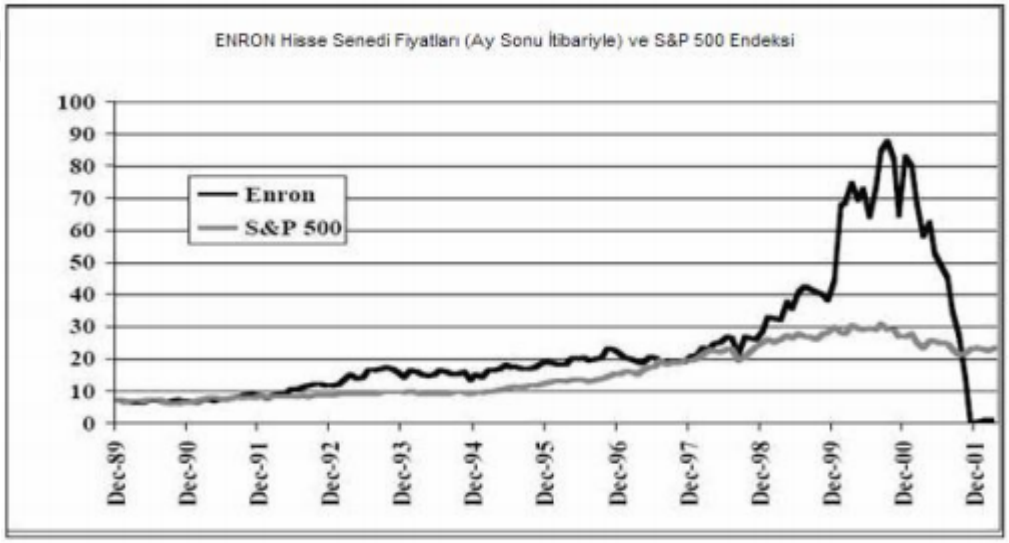
1999 yılında Enron LJM adını verdiği konsolidasyon dışı bir ortak firma kurdu, bu firma internet üzerinden yapılan toptan vadeli işlemler ticaretini yönetmeye başladı ve bu firmanın yöneticisi olarak ta Enron' un CFO su getirildi ve böyle 4 firma daha kuruldu. Bu firmalar aracılığı ile şirket yöneticileri sahip oldukları hisse senedi alma opsiyonları ve kar payları ile büyük gelirler elde etmişlerdir. Bu firmaların finansal piyasalarda yapmış oldukları işlemler neticesinde oluşan zarar, firmalar konsolidasyon dışı bırakıldığından Enron karları büyük ölçüde artış gösterdi,

[30] **Enerji Devi Enron' un Çöküşü ve Etkileri,** (Çevrimiçi) http://www.ekodialog.com/Makaleler/enron_enerji_devi_cokusu.html 10.12.2017
[31] Mustafa Aydın Aysan, **Kurumsal Yönetim ve Risk**, Boyut Yayın Grubu / Ekonomi Dizisi, İstanbul 2007, 1.basım,, s.42

hisse senedi fiyatları tavan yaptı ve yöneticiler üç ay önceki ortalama fiyat üzerinden iskontolu hisse alma imkânları ile çok büyük gelirler elde ettiler.[32]

2001 yılı Şubat ayında Enron un denetçi firması olan Arthur Andersen yapılan bu yasa dışı işlemleri fark etti ve fakat firmadan yıllık elde ettikleri gelir 55 milyon dolar seviyelerinde olduğundan bu uygunsuz durumu haber verip ilgili birimlere bildirmek yerine denetim evraklarını imha etme yoluna gitmiştir.

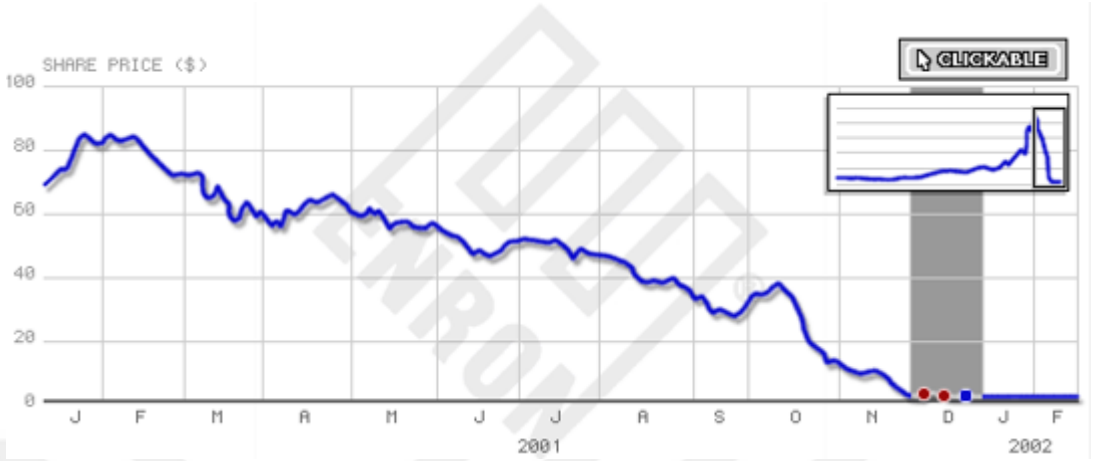
Şekil 1: ENRON Hisse Senedi Fiyatları



Kaynak: (BBC News, 2002)

[32] Mustafa Aydın Aysan, **Kurumsal Yönetim ve Risk**, Boyut Yayın Grubu / Ekonomi Dizisi, İstanbul 2007, 1.basım,, s.43

Şekil 2: Enron Aylık Hisse Senedi Grafiği



Kaynak: (BBC News, 2002)

Sonuç olarak finansal piyasalar ve pazardan kaynaklanan baskılar sonucu konsolidasyon dışı olan 4 firma kapatılmıştır. Bunun sonucunda Enron' un varlıkları 1,01 milyar dolar, özvarlığı da 1,2 milyar dolar azalmıştır Bu durum 16 Ekim 2001 de piyasa açıklanmış ve hisse senedi değeri hızlı bir şekilde değer kaybetmeye başlamıştır. Beklenmedik bu olay sonrası Amerikan Sermaye Piyasası Kurulu SEC (The Securities and Exchange Commission) ve sonrasında olayın iyice büyümesi üzerine Adalet Bakanlığı ile ABD Kongresi konu hakkında soruşturmalar başlatmıştır. Soruşturmaların başlamasıyla Enron hisse senetleri ve bonoları değer kaybetmeye başlayarak şirketin derecelendirme skorları düşüş yaşamıştır. 2.000 yılı Ağustos ayında 90,56 dolara çıkan hisse senetleri, 28 Kasım 2001 de 61 Cent' e gerilemiştir. Süreç içerisinde rakip firma olan Dynegy ile birleşme görüşmeleri ise başarıya ulaşamamıştır. 02.12.2001 tarihinde şirket iflas talebinde bulunmuştur, SEC yapılan soruşturmaya Enron' un denetçi firmasını dâhil ederek genişletmiş ve Enron da önemli belgelerin imha edildiği ayrıca bu imha işleminin soruşturma devam ederken de uygulandığı belirlenmiştir.[33]

Amerika Birleşik Devletlerinde 11 Eylül terör saldırısı ile yaşanan büyük şokun finansal piyasalardaki karşılığının da ülkenin en büyük enerji şirketlerinden biri olan Enron' un iflası ile yaşandığı söylenebilir. Değeri 60 dolar seviyelerinde olan hisse senedi fiyatları bir anda birkaç sente kadar düşmüştü. Bu iflas o tarihe kadar dünya tarihinde yaşanan en büyük iflas olayı olup Amerika' da olduğu kadar tüm dünyada yankı bulmuştur. Çöküşün arka planında yaşanan muhasebe skandalları,

[33] **Enron Enerji Devi Çöküşü**; (Çevrimiçi) http://www.ekodialog.com; 19.09.2017.

resmi belgelerin imha edilmesi, siyasi ve gizli bağlantılar, denetçi firmanın da işin içinde olması olayı tamamen başka bir boyuta taşımış, olayın dünya tarihinde siyasi bir milat olarak kabul görmesini sağlamıştır. Olayların gün yüzüne çıkması ile A.B.D.' de bulunan denetim kuruluşları ve bu kuruluşlara ilişkin düzenlemeler, bono hisse senedi piyasaları, bankalar, finansal kurumlar sorgulanır hale gelmiş ve yeni düzenlemelerin inşa edilmesi kaçınılmaz hale gelmiştir.

1.4.4. Lehman Brothers İflas Vakası

Yatırım bankaları, konut sektörünün büyüdüğü ve tüm dünyadaki yatırımcılar tarafından hazine kâğıdı kadar güvenilir olduğu düşünülen Mortgage'a dayalı menkul kıymetleri alıp sattığı dönemde, rekor kârlar elde ettiler. Ancak konut fiyatlarındaki düşüş ile birlikte, yatırım bankalarının gereken önlemleri almadığı anlaşıldı. Dünyadaki küresel kriz ile Amerika'daki varlığa dayalı menkul değer yüklenici en büyük 2. Şirket olan Bear Stearns'ın iflasın eşiğine gelmesi piyasalarda sıranın Lehman' a geldiğinin düşünülmesi ile hisse senedi fiyatları %48 değer kaybetmiştir. Lehman yönetimince bir dizi yeni ortak bulma çabası da başarısızlıkla sonuçlanınca hisse senetleri % 77 değer kaybetti. Kore Kalkınma Bankasının Lehman hisseleri ile ilgilenmediğini bildirmesinin ardından hisse senedi fiyatları yeniden % 45 değer kaybına uğrayarak batamayacak kadar büyük olarak tanımlanan Lehman için yolun sonu gelmiş oldu.[34]

[34] http://www.riskonomi.com/wp/?p=991
(Çevrimiçi)

Şekil 3: Lehman Brothers Hisse Senedi Fiyatları



Kaynak: (BBC News, 2009)

Lehman Brothers 1850 li senelerde Henry, Emmanuel ve Mayer isimli Alman-Yahudi asıllı 3 kardeş tarafından kurulmuştur. American Express 1984 yılında firmayı satın almıştır ve şirket 1993' te halka arz edilmiştir. 2000 senesinde yüksek bir karlılık ile Amerikan borsalarında adından söz ettirmiştir. Şirket aynı zamanda 2007`de son 4 yıl boyunca üst üste rekor seviyelerde kâr açıklayarak, Londra Borsası` nın işlem hacmi en yüksek olan hissesi unvanına sahip olmuştur. 15 Eylül 2008 tarihine gelindiğinde tüm bu parlak geçmişine rağmen firma tarafından açıklanan zarar toplamı 613 milyar dolardı. Bu tutar yaklaşık ülkemizin gayri safi milli hasılasına karşılık gelmektedir. 25.000 e yakın çalışana sahip olan firmanın iflası Amerikan piyasasında önemli bir daralmaya sebep olmuştur. Mortgage krizi sebebi ile fiyatı düşen gayrimenkullere, Lehman' ın iflası sebebi ile dâhil olan gayrimenkullerin satışı da eklenince piyasalar daha da kötüye gitmiştir. Bu iflas olayı türev ürünleri sebebi ile tüm dünyada büyük bir etkiye sebep olmuş ve birçok yatırımcının büyük zarar görmesine sebep olmuştur.158 yıllık dev şirketin iflası borsalarda milyarlarca doların yok olmasına, milyonlarca kişinin işsiz kalmasına, binlerce işyerinin iflas etmesine sebep olmuştur. 1929 büyük buhran ardından yaşanan en büyük kriz olarak tarih sahnesindeki yerini almıştır.

Tablo 4: Büyük firma iflaslarındaki aktif toplam / GSMH oranları

Firma Aktif / GSMH	Milyar USD
ABD GSMH 2008 Lehman Aktif	14.204.322 639.000 4,5%
ABD GSMH 2011 Enron Aktif	15.520.000 633.000 4,1%
ABD GSMH 2002 World.com Aktif	10.980.000 107.000 1,0%

1.5. Kurumsal Yönetimi Gerekli Kılan Etkenler

Günümüzde firmaların daha rekabetçi olabilmeleri, gerekli durumlarda ihtiyaç duydukları fonlara ulaşabilmeleri, firma sürekliliği ve kar elde etmede büyük önem arz etmektedir. Gerek Türkiye de gerekse dünyada çok ortaklı ve yüksek hacimli firmalar profesyonel yöneticiler tarafından idare edildiğinden, tüm paydaşların optimum seviyede fayda sağlayabilmeleri için kurumsal yönetim en başta gelen unsurlardan biridir. Finansal alanda geçmiş yıllarda yaşanmış olan birçok muhasebe skandalı ve sonrasında gelen iflaslar da bu teoriyi destekleyici niteliktedir.

Özellikle 1980 li yılların sonlarından itibaren ortaya çıkan şirket kaynaklarının israf edilerek ayın zamanda kredi-borç skandalları ile şirket yönetiminin istismar edilmesi şirketlere olan güven duygusunu zedelemiştir. Doğal kaynaklara ve bununla birlikte çevreye verilen zararlar, şirket faaliyetlerinin kamuoyu ve diğer paydaşlara aktarılırken hileli yöntemlere başvurularak yalan beyanlarda bulunulması şirketlere olan güven duygusunun giderek azalmasına sebep olmuştur. Bunların sonucunda ortaya çıkan firma iflasları, yatırımcıların, ortakların ve bu firmalarla iş yapan diğer destek firma ve finans kurumlarının büyük zararlara uğraması ve yaşadıkları krizler şirketlerin meşrutiyetini, kamuoyu gözündeki güvenini tartışılabilir hale getirerek sermaye piyasalarına duyulan güvenin azalmasına neden olmuştur.

Yaşanan bu olumsuz ve yıpratıcı nedenlerin arkasındaki temel kaynağın kurumsal yönetimdeki başarısızlıklar olduğu görülmektedir.[35]

Çok ortaklı firmaların çoğalması ile birlikte, pay sahipliği de artmış ve bu da kaçınılmaz olarak, yönetim işlevinin devrini gerektirmiştir. Firma sahipleri, kurumların yönetim hakkını kendi aralarında vekalet ilişkisi oluşturdukları yöneticilere devretmişlerdir. Bu devir sonucu pay sahibi asıllar ile yönetimi elinde bulunduran vekiller arasında vekalet sorununu ortaya çıkarmıştır. Yine bu devir işlevi ile asılların gücü azalırken, vekillerin güç ve yetkisini arttırmıştır.[36] Anonim şirketlerde vekalet sorunu iki şekilde baş göstermektedir. [37]

1. Eğer bazı pay sahipleri çoğunluk hisseye sahip olup kontrol ve yönetim mekanizmasını ellerinde bulunduruyorsa, bu durumda kontrolü elinde bulunduran pay sahibi ile diğer pay sahipleri arasında vekalet sorunu yaşanır.
2. Hisse senedi dağılımının geniş olduğu kurumlarda ise, yönetime atanmış üst düzey yöneticiler ile pay sahipleri arasında vekalet sorunu yaşanır.

Sermaye piyasalarında derinliği olmayan ve ortaklık yapılarının çok gelişmediği ülkelerde mülkiyet kontrol kavramı aynı zamanda güç boşluğuna sebep olmaktadır. Bu tip yapıya sahip kuruluşlarda hisse sahiplerinin yönetime ilişkin tek gücü yönetim kurulu üyelerinin belirlenmesidir. Bu sebeple hissedarlar denetim ve kontrol mekanizmasını ellerinde bulunduramaz. Yönetim kurulu üyeleri firma yöneticileri üzerindeki denetim işlevini gerekli ölçüde yerine getiremediği durumda üst düzey yöneticiler bu boşluktan kendi çıkarları adına fayda sağlamaya çalışabilir. Çoğunluk hisseye sahip hissedarlar bazı durumlarda üst düzey yöneticileri yüksek maliyetler sebebi ile tam olarak denetleyemez. Bu gibi nedenlerden ötürü idare ve sevk fonksiyonunu kontrol edip, karar verme yetkisine sahip yöneticilerin, yerine getirdikleri ticari faaliyetler ve şirket adına alınan kararlardan ötürü hesap verme sorumluklarının olması, gerekir.[38]

Şirketler için kimi zaman yurtiçi kimi zaman yurtdışı finansman ve kaynak sağlayan oluşumlar kendi haklarını teminat altına alacak kanuni düzenlemelerin

[35] Shelton, R.J. (1998). The ımportance of governance in the modern economy. *New Corporate Governance for the Global Company International Conference.*
[36] Andrea Melis, "Critical Issues on the Enforcement of the True and Fair View" Accounting Principle, Learning From Parmalat", **Corporate Ownership and Control,** 2005, s.112-113
[37] Ülgen, Mirze, a.g.e., s.426.
[38] Paslı, a.g.e., s.24.

olmaması durumunda yüksek risk sebebi ile yatırım yapmama kararı alabilmektedir. Kaynak sağlayacak olan kişi ya da gruplar bu tür yüksek risk taşıyan ülkelere kaynak sağlama kararı verdiğinde güçlü şirket yönetim standartları olan ülkelere nazaran daha yüksek oranlarda risk primi istemektedirler. Dolayısıyla bu durum kaynak ihtiyacına sahip ülkelerin, kaynak sağlama maliyetinin yüksek olmasına sebep olmaktadır. Bu sebeplerden ötürü kurumsal yönetim ekonomik faaliyetler ve büyüme açısından oldukça önemli sebepler oluşturmaktadır. Etkin bir kurumsal yönetim anlayışı firma değerinin maksimize edilmesi ve düşük maliyetli finansman imkânı sağlayabilmek için yöneticileri kurumsallığa yöneltmektedir. Özel sektörün büyümesi ve daha rekabetçi olan bir piyasa ekonomisinin sağlanabilmesinde kurumsal yönetimin varlığı şüphesiz başta gelen etmenlerden biri olmaktadır.[39]

AB ile uyumlaşma süreci kamuda kurumsal yönetimi olmazsa olmaz bir kavram olarak ortaya çıkartmıştır. Her ne kadar makro boyuttaki ekonomik iyileştirmeler Türkiye'nin dünya ile rekabetinde önemli bir yere sahip olsa da esas rekabet özel sektörün yeniden yapılanması sürecinde gerçekleşecektir. Dolayısıyla Kurumsal Yönetim halka açılmış olsun ya da olmasın tüm şirketlerin dünyaya açılmalarında en önemli ve en öncelikli konulardan birisi olmuştur.[40]

Özetle Kurumsal Yönetimin amacı:[41]

• İlgili tarafların birbirleri ile olan yükümlülük ve haklarının karşılıklı olarak belirlenmesi,

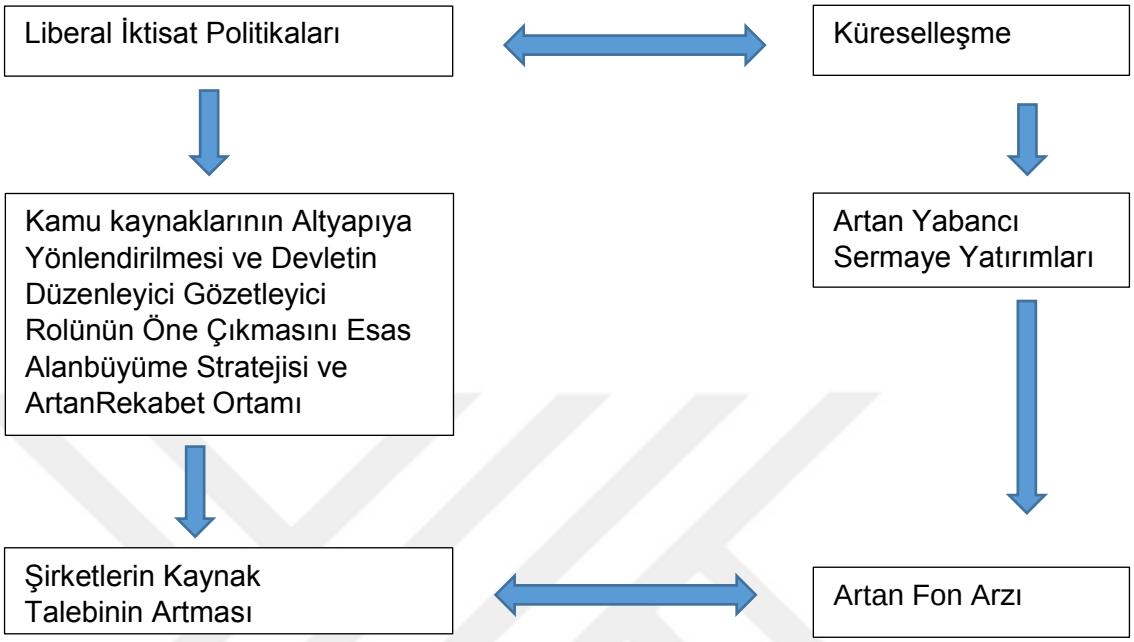
• Şirket yönetiminde şeffaflığın sağlanabilmesi,

• Yatırımcı tarafında oluşacak güveninin sağlanması,

• Şirketin performans değerlerinin arttırılması ile istikrarlı bir büyüme ve yüksek kârlılık elde edilmesidir.

[39] Arcan Tuzcu 2003 Halka Açık Şirketlerde Kurumsal Yönetim Anlayışı İMKB 100 Örneği, Yayınlanmamış Doktora Tezi Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü
[40](Çevrimiçi) http://www.workcube.com/index.cfm?fuseact%C4%B1on=public.detail_content&cid=847 10.11.2017
[41] Asıl SEREN, "Sermaye Piyasalarındaki Kurumsal Yönetim İlkeleri" Sermaye Piyasalarında Kurumsal Yönetim İlkeleri Konferansı 26 Nisan 2002 İstanbul, s. 6

Tablo 5: Kurumsal Yönetimin Ortaya Çıkış Nedenleri



Kaynak: Saygılı Ş. "Finans Kesiminde Yeni Eğilimler ve Kurumsal şirket Yönetimi", Kurumsal Şirket Yönetimi (Corporate Govarnance) Konferansı TCMB14 - 18 Nisan 2003

Yukarıda yer alan tabloda da görüldüğü gibi, küreselleşmenin getirdiği yabancı sermaye yatırımları ve artan fon arzı şirketlerin kaynak talebini arttırmış ve buda kurumsal yönetime daha büyük önem kazandırmıştır.[42]

Enron firmasında yaşanan çöküş ve sonucunda meydana gelen iflas ile ABD'de bu firmaya yatırım yapıp hisse senetlerini satın alarak ortak olan yüksek sayıdaki küçük yatırımcı da varlıklarını kaybetmiş ve büyük zarara uğramıştır. Piyasanın en büyük enerji kuruluşu olan Enron' a ait hisse senetleri değerinin borsa piyasasında birden erimesi ile kişisel servet ve gelecek yıllardaki emeklilik dönemlerinde kullanmak üzere ayırdıkları tasarruflarından büyük kayıplar yaşamışlardır. Aynı zamanda bu şirketlerde çalışanların birçoğunun görevlerine son verilerek işten çıkartılmış ve çalışanlar normal şartlarda almaları gereken ücret

[42] Saygılı Ş. "**Finans Kesiminde Yeni Eğilimler ve Kurumsal şirket Yönetimi**", **Kurumsal Şirket Yönetimi (Corporate Govarnance) Konferansı** TCMB14 - 18 Nisan 2003

artışları bir tarafa cari maaşlarında da bile kesintiler ile karşılaşmışlardır.[43] Yine bu şirketler ile iş yapan ve destek veren gerek reel sektör gerekse finans sektöründen birçok kuruluşta bu dönemde büyük kayıplara uğramıştır.

ABD'de 1999 Ocak ile 2002 Mayıs tarihleri arasındaki dönemde hisseleri menkul kıymet borsalarında işlem gören şirketlerden, hisse senedi fiyatları % 75' in üzerinde değer kaybeden ve finansal raporlama işlevleri tam olarak çalışmayan 25 firmanın yöneticisinin 23 milyon $ gelir elde ettiği anlaşılmıştır.[44] Bu durum göstermektedir ki asıl görevleri firma devamlılığını sağlayarak firma karlılığını arttırmak ve tüm hisse sahiplerine ve paydaşlarına kar payı sağlamak olan yöneticilerin kimi zaman bilerek kimi zamanda farkında olmadan kendi çıkarlarının peşinden koşarken yönettikleri kurumlara büyük zararlar vermişler, kimi zamanda bu kurumların sonunu getirmişlerdir.

Yaşanılan bu gelişmeler karşısında batı ekonomilerinde mevzuat konusunda düzenleme ve uygulama görevi olan otoriteler, şirketlerin yönetimlerindeki başarısızlıklar ve finansal raporlama problemleri sebebiyle, hisse sahiplerinin zarar görmesine sebep olan durumlara ilişkin mevzuatları detaylı bir şekilde incelemişlerdir. Yeni baştan yapılan bu düzenlemeler sayesinde finansal krizlerin baş gösterdiği firmalarda görev yapan üst düzey yöneticiler başta olmak üzere sorumluluğu görülen diğer çalışanlarında sorgulanmasında ve yargılanıp ceza alabilmelerinde mevzuat kaynaklı boşluklar doldurulmaya çalışılmıştır.[45]

Her ne kadar sebep sonuç ilişkisi ile kurumsal yönetimi gerekli kılan birçok etken ve birçok farklı değişken bulunuyor olsa da kurumsal yönetimin her geçen gün yüksek bir ivme ile hem ülkemizde hem de dünyada artan önemi kaçınılmaz bir gerçektir. Gerek halka açık gerekse halka açılmamış işletmelerce kurumsal yönetimin uygulamaya çalışılmasının birçok sebebi olmasına karşılık özetle bu sebeplerin önde gelenlerini 3 madde ile açıklamak mümkün olabilir.[46]

---

[43] Mustafa Kurt, Murad Kayacan, **Kurumsal Yönetimde Finansal Ve Yönetsel Konular : "Kurumsal Yönetim İlkeleri" nin İçerik Analizi,** TOBB Ekonomi ve Teknoloji Üniversitesi 4. Orta Anadolu İşletmecilik Kongresi,2005,s.26.

[44] Cemal İbiş, **Finansal Raporlamada Kullanıcıların Beklentileri Ve Uygulamada Bunların Karşılanma Düzeyi Konusunda Yeniden Yapılanma**, İSMMMO I. Uluslararası Muhasebe Denetimi Sempozyumu, Antalya, 2005, s.5.

[45] Kurt, Kayacan, a.g.e., s.6.

[46] Çatıkkaş Özgür, **Kurumsal Yönetim İlkeleri**, Marmara Üniversitesi Sürekli Eğitim Merkezi, Haziran 2013

1.5.1 Sermaye Piyasalarının Bütünleşmesi

Günümüz global dünyasında gerek gelişmiş gerekse gelişmekte olan ülkelerin sermaye piyasaları her gün biraz daha kaynaşarak bir araya gelmektedir. Diğer taraftan gelişmiş ülkelerdeki kurumsal yatırımcılardan, gelişmekte olan ülkelere yatırım yapanların sayısı da büyük oranda artış göstermektedir. 1970 li yılların başlarından itibaren gelişmekte olan ülkelere yatırım yapan yabancı fonların sayıları çoğunlukta iken bu durum 1990 lı yıllardan itibaren değişim göstermeye başlamıştır. 1990'ların başlarından itibaren hisse senedi ve tahvillere yatırım yapmakta olan kurumsal yatırımcıların sayısı ve öneminin de giderek artmasını sağlamıştır. Gelişmekte olan ülkelerin küresel piyasalar ile bütünleşmesi, bu ülkelere kullanma imkanı sağlanan fonların tutarsal büyüklüğünü de arttırarak ekonomik gelişmelerinde büyük fayda sağlamıştır. Aynı zamanda bu finansal bütünleşme durumu gelişmekte olan ülkelerdeki piyasaları gelişmiş ülkelerdeki değişim ve gelişmelere de açık bir hale dönüştürmüştür. Özellikle AB üyesi ülkelerin tek para birimi kullanımına geçmeleri ve dünyadaki sermaye piyasalarının bütünleşmesi kurumsal yönetime olan ilginin de her geçen gün artmasına sebep olmuştur.[47] Fon ihtiyacı duyan ülkeler kendilerine düşük maliyetler ile fon sağlayabilmek için yatırımcıların güvenini sağlayacak, şeffaflık, gelişmiş hukuk düzeni ve mevzuatlardaki düzenlemeler ile kurumsal yönetim kavramına yakınlaşmalarını sürdürmektedirler.

1.5.2. Şirket Skandallarının Şirket Yönetimine Etkileri

1997 yılında ortaya çıkan Asya krizi ile başlayarak sonrasında tüm dünyada baş gösteren büyük şirketlerdeki skandallar, ABD' de meydana gelen Enron, Worldcom ve diğer kurumsal ve büyük şirketlerdeki iflaslar ile beraber Avrupa' da meydana gelen Parmalat vb. büyük ve kurumsal firmalarda yaşanan iflas vakaları ile zirveye ulaşmıştır. Özellikle Enron ve Worldcom skandallarında yapılan yolsuzlukların ortaya çıkması tüm dünyada çok büyük bir yankı uyandırmış ve sonrasında yeni kararlar alınmasına ve hukuki yeni düzenlemeler yapılmasına sebep olmuştur. Bu iki firmanın iflasından sonra tüm dünyadaki yasa düzenleyici ve finansal aktörler kurumsal yönetim ile ilgili mevcut uygulamaların soruşturulması

[47] Düren Z. (2002) **2000' li Yıllarda Yönetim: Sürekli Değişim ve Belirsizlik Ortamında Gelişen Yönetsel Yaklaşımlar** İstanbul Alfa Basım Yayın s.:51

gerektiğini belirtmiştir. Firmalar yaşanan bu skandallara karşı tedbir almak ve korunmak amacıyla kurumsal yönetim ilkelerini özümseyerek içselleştirme çabası içerisine girmişlerdir. Yasa koyucu ve düzenleyici kuruluşlar ise gelecekte oluşabilme ihtimali bulunan skandal, iflas ve krizler için karşı önlem alınabilmesini sağlamak amacıyla kurumsal yönetim ilkeleri ve bu konudaki yasaları ve düzenlemeleri faaliyete geçirmişlerdir.[48]

Tarihsel süreç olarak bakıldığında şimdiye kadar yaşanan en büyük şirket iflası 639 milyar aktif büyüklüğü ile Lehman Brothers firmasının 2008 yılındaki iflasıdır. Lehman brothers' ı 104 milyar dolar aktif büyüklük ile 2002 yılında iflas eden Worldcom ve 65 milyar dolar aktif büyüklük ile Enron takip etmektedir. Tüm bu iflasların, finans piyasası derinliği en yüksek seviyede olan ABD' de meydana gelmesi, tüm dünyanın gözünün yönetimsel zafiyetleri ortadan kaldırabilmek için tedbirler almaya yönelik arayışlara yönlendirmiştir. Özellikle Enron iflası denetimden kaynaklanan eksiklikler ve yönetici suiistimallerinden kaynaklandığından kurumsal yönetim ile ilgili direkt olarak ders ve örnek vaka niteliği taşımaktadır.

1.5.3. Son 30 Yılda Yaşanan Yoğun Liberelizasyon ve Özelleştirmeler

Tüm dünyada özellikle 1980 li yıllardan sonra yaşanan özelleştirme satışları dolaylı olarak kurumsal yönetimin gelişmesine ve gündeme alınmasına büyük bir katkı sağlamıştır. Mülkiyeti kamuda olan kamu teşebbüslerinin mülkiyetinin özel mülkiyete geçmesinden sonra yeni kurulmuş olan bu özel teşebbüsler sermaye tedariki için finans piyasalarına yönelmişler ve şirket evliliklerine olan ilgi artmıştır. Bu da kurumsal yönetim kavramının daha çok önem kazanmasını sağlamıştır.[49]

İktisadi açıdan aşağıda yer alan başlıca 4 madde liberal ekonomiye geçişte ve özelleştirme ile ilgili faaliyetlerin artışında önemli rol oynamıştır.

2. Devletin küçülmesi politikaları
3. Liberal ekonomiye geçiş
4. Klasik yaklaşımdaki devletin kötü bir yatırımcı olması
5. Özel şirketlerde etkinlik

[48] Menteş Ahmet, (2009), **Kurumsal Yönetişim ve Türkiye Analizi,** Derin Yayınları, s.:67
[49] Coşkun Can Aktan, **"Kurumsal Yönetim" Kurumsal Şirket Yönetimi,** SPK Yayınları, Ankara s.9

İngiltere' de baş gösteren özelleştirme akımı Batı Avrupa, Latin Amerika ve özellikle eski doğu bloku ülkelerinde yoğun olarak yaşanmıştır. Bu özelleştirme uygulamaları özelleştirilen yeni firmaların mülkiyet konuları ve yönetimleri hakkında birçok konuyu gündeme getirmiştir. Devletin özelleştirilmesi yapılan kurumlarda kamu hesabına ortaklık fonksiyonunu üzerine alması tüm piyasalarda kurumsal yönetim kavramına farklı bir bakış açısı oluşturmuştur. Yapılan özelleştirmelerde genelde halka arz yöntemi kullanılmıştır. Bu yöntem sayesinde de menkul kıymetler borsalarının değer ve önemi yükselmiş ve küçük yatırımcılara ait olan hakların korunması hususundaki önem daha çok dikkat çekmeye başlayan konulardan birisi olmuştur.[50]

1.6. Kurumsal Yönetim Uygulamaları ile Beklenen Faydalar

Başarılı kurumsal yönetim uygulamalarının mikro bazda kurumlar, makro boyutta ise içinde bulunduğu ekonomi ve dolayısıyla ülke için büyük faydaları bulunmaktadır. Konuyu mikro bazda düşünüp şirketler açışından ele aldığımızda, kurumsal yönetim ilkelerine tam olarak uyulması ve iyi bir kurumsal yönetim ile sermaye maliyetleri düşürülecek bu sayede finansman imkânları ve likiditenin artması sağlanacaktır. Bu sayede piyasalarda meydana gelecek herhangi bir kriz ortamını atlatmak daha kolay olacaktır. Ayrıca iyi kurumsal yönetime sahip olan firmalar kurumsal yatırımcılar tarafından da rağbet görecek ve sermaye piyasalarına tam bir uyum sağlayacaktır. Makro bazda düşündüğümüzde ise kurumsal yönetimin iyi uygulanması ile aşağıda yer alan faydalar sağlanabilecektir.

1- Yabancı sermaye yatırımlarının artması.
2- Mevcut sermayenin yurt dışına çıkmasının engellenmesi
3- Uluslararası piyasalarsa ülkenin yatırım değerinin yükselmesi
4- Sermaye piyasalarının ve ekonominin rekabet imkânın artması.
5- Krizlerin atlatılması sırasında daha az zarara uğranması.
6- Etkin ve adil bir kaynak dağıtımının sağlanması.
7- Yüksek ve sürdürebilir refahın sağlanması.[51]

Yatırımcının güvencesi, kurumsal yönetim ile arttırıldığından dolayı büyüme ve ekonomik verimlilik için de gerekli sistemlerin başında gelmektedir. Şirket içerisindeki finansal, operasyonel, ahlaki ve ayrıca yönetimsel konular kurumsal

[50] Menteş Ahmet, (2009), **Kurumsal Yönetişim ve Türkiye Analizi**, Derin Yayınları, s.:59
[51] Çatıkkaş, a.g.e s.7

yönetim ile daha etkin hale gelmektedir. Kurumsal yönetim şirket strateji ve değerini, sorumlulukların açık ve net olarak belirlenmesini ve şahıslardan yönetim kuruluna kadar olan karar verici otoriteyi kapsar. Yönetim kurulu, denetçi ile uzman yönetim arasında kurulması gereken iletişim yöntemini belirler ve devamını sağlar. Bağımsız denetim ve iç denetim unsurlarını içeren güçlü iç kontrol sisteminin oluşturulmasını sağlar. Çıkar çatışmalarının yaşanabileceği şirket içerisinde riske maruz kalma seviyesini gözlemleyerek, kamuya uygun ve doğru bilgilendirmelerde bulunur ve bu sayede sağlanacak finansal ve yönetimsel teşvikleri kapsar.[52]

Kurumsal yönetim uygulamalarına niçin ihtiyaç duyulduğunun açıklanması çok geniş bir kavramdır, bu yüzden kurumsal yönetimin tüm uluslararası otoritelerce kabul gören kavramlar ve SPK tarafından belirlenen Kurumsal Yönetim İlkelerinde, kurumsal yönetimin amaçlarını aşağıdaki şekilde maddelere ayırmak mümkün olabilir.[53]

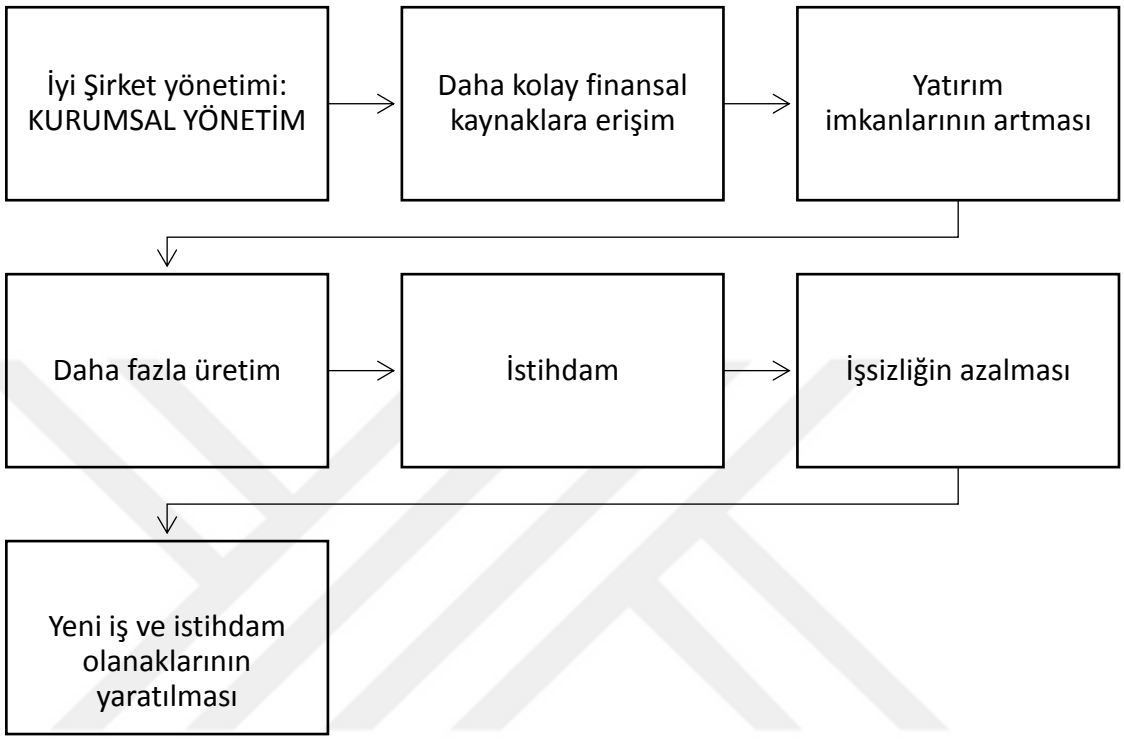
1 Şirket üst yönetiminin elinde bulunan güç ve yetkilerin keyfi olarak kullanılmasının engellenmesi, ya da bir başka ifade ile yönetimin sahip olduğu güç ve yetkileri kötüye kullanıp kendilerine özel menfaatler elde etmelerinin engellenmesi,

2. Yatırımcılarının haklarının korunması.
3. Karar verme safhasında görev yapan profesyonel yönetici ile risk alan sermaye sahibinin çıkar çelişkisinin daha önceden belirlenmiş kurallar dâhilinde kontrol altına alınması.
4. Şirket hissedarlarına yapılan uygulamalarda eşit ve adil muamele gösterilmesi.
5. Şirket ile direkt bağlantı içerisinde olan menfaat sahipleri ve onların haklarının korunabilmesi ve haklarının güvence altında olması, örneğin azınlıkların haklarının korunması.
6. Şirketin faaliyetleri hakkında ve içinde bulunduğu mali durum konusunda kamuoyunun doğru olarak bilgilendirilmesi ve şeffaflığın sağlanması. Halka açık şirketlerde şeffaflığın sağlanması ve hem kurumsal yatırımcılar hem de diğer paydaşlar için önemli olan bilgileri eksiksiz ve tam zamanında kamuoyuna açıklamak.

[52] Basel Commitee on Banking Supervision, **Enhancing Corporate Governance for Banking Organizations**, 1999.
[53] Aktan a.g.e. s.7

7. Büyük hissedarlarca, azınlık hisselerine el koyulma tehlikesinin ortadan kaldırılması.
8. Yönetim kurulu tarafından üstlenilecek sorumluluklarının açık ve net olarak belirlenmesi.
9. Şirketin üst yönetimi tarafından alınacak kararlar ve eylemler sebebi ile paydaşlara ve de diğer hissedarlara hesap verme mecburiyetinin sağlanması.
10. Vekâlet için gerekli olan maliyetlerinin düşürülmesi.
11. Uzun vadede yatırımlar gerçekleştiren kurumsal yatırımcılar için güven ortamının sağlanması ve sermaye maliyetlerinin azaltılması, firmaların hisse senedi ihracıyla finansman maliyetinin azaltılması ve finansman imkânlarının arttırılması.
12. Şirket kazanımlarının pay sahipleri ve tüm menfaat sahiplerine hakları oranında geri ödenimlerinin sağlanması,
13. Şeffaflığın arttırılması.
14. Pay sahiplerinin haklarının güçlendirilmesi.
15. Muhasebe eksikliklerinin paydaşların ihtiyaç duyduğu bilgileri verecek şekilde revize edilmesi.
16. Haksız kazancın önüne geçilmesi.
17. Yaptırımların ve oluşabilecek hukuksal durumların geliştirilmesi.
18. Yönetim kurulunun sorumlulukları ve bağımsızlığı.
19. Rekabetin teşvik edilmesi.

Tablo 6: Kurumsal Yönetimin Makro Ekonomik Etkileri



Kaynak: Aktan a.g.e. s.: 15

Anonim şirketler ülkemizde en çok güvenilen ve itibar gören şirket yapısı olup yaklaşık 85.000 adet anonim şirket mevcuttur. Bu şirketlerin 2.500 civarı kamu şirketi olup SPK'na bağlı şirketler olduğu varsayılır. Borsaya kote olan 300 şirketten yaklaşık 150 sinde % 50 den fazla oy hakkı yalnızca tek bir hissedarda toplanmıştır. Hisse sahipliği yolu ile aile bireyleri yönetimi kendi ellerinde tutarlar. Tüm şirketlerin % 75 inde direkt ya da dolaylı olarak aileler birincil söz sahibidir. Örneğin 2000 yılında Borsa İstanbul da bulunan 257 şirketin 198' i (% 77) ailelerin kontrolü altında idi.[54]

[54] Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş. Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri (Çevrimiçi) http://www.saharating.com/~saharati/kurumsal-yonetim-derecelendirmesi /kurumsal-yonetim-derecelendirme-metodolojisi/, 21.10.2017

1.7. Aile Şirketlerinde Kurumsal Yönetimin Önemi

Kurumsal yönetim ilkeleri asıl olarak sermaye piyasalarında işlem gören işletmeler için hazırlanmıştır. Fakat kurumsal yönetimin ana hedefi işletmelerin devamlılığı ve faaliyetlerinin istikrarlı bir şekilde yerine getirilmesini sağlamak olduğundan zamanla halka arz edilmemiş işletmeler içinde önemli hale gelmeye başlamıştır. Düşük maliyetli finansman sağlayabilme imkânı, meydana çıkabilecek ekonomik krizlere karşı daha dirençli olma ve şirket faaliyetlerinin etkin bir şekilde yerine getirilmesi açısından aile şirketleri de kurumsal yönetimi gündemlerine almışlardır.

Aile şirketlerinde karar mekanizması hızlı bir şekilde işletildiğinden kendi iç dinamik yapısında karşılarına çıkabilecek fırsatlardan etkin bir şekilde faydalanarak hızlı büyüme potansiyeline sahiptir. Bu hızlı büyüme getirdiği faydalar ile birlikte aile şirketleri için aşağıda belirtilen iki önemli sorunu da beraberinde getirmektedir.[55]

2. Yönetim: Bir ailede yetişen tüm bireylerin yöneticilik kabiliyetine sahip olmaları mümkün değildir. Aynı zamanda şirket büyüdükçe farklı iş kollarına da girildiğinden, bu konularda uzman kişiler ile çalışma gereği duyulmaktadır. Bu ihtiyaçta firma için yönetici bulma ve anlaşma gereksinimini doğurmaktadır. Firma sahibi hissedar bulduğu yönetici ile belli bir ücret karşılığında anlaşmaktadır. Ve bunun sonucunda riske sahip olan sermayedar ve aldığı ücret mukabilinde kararlar alan yönetici sıfatları ortaya çıkmaktadır. Risk alan firma sahibi ile karar veren yönetici kavramları bir araya geldiğinde ise etkin bir yönetim sağlanabilmesi için kurumsal yönetim kavramı devreye girmektedir.

3. Sermaye: Aile şirketlerinde sermaye yetersiz kalmaya başladığında dışardan finansman bulma araştırmaları başlamaktadır. Bu fon sağlama ihtiyacı, kurumsal yatırımcı, dış ortaklık, finans kurumları ya da bireysel yatırımcılar ile oluşan bir sermaye yayılımıyla çözülebilmektedir. Böylece kurulan ortaklıklarda paydaşların birbirileriyle olan sorumlulukları kurumsal yönetimi kaçınılmaz hale getirmektedir. Çünkü kurumsal yönetim mülkiyet sahiplerinin sermaye

[55] Deloitte, Kurumsal Yönetim Serisi**, Nedir Bu Kurumsal Yönetim?** 2006 (Çevrimiçi) http://www.denetimnet.net/UserFiles/Documents/Nedir%20bu%20kurumsal%20yonetim.pdf 13.10.2017

ortaklığından kaynaklanan haklarının korunmasını ve geliştirilmesini güvence altına almaktadır.

Kurumsal yönetim, aile işletmelerinde sürdürülebilirlik konusundaki temel şart olan aile ve işletme arasındaki etkileşimin düzenlenmesi yönündeki önemi büyüktür. Aile işletmelerinde uygulanacak kurumsal yönetim düzenlemeleriyle;

1. Profesyonel yöneticiler tarafından gösterilen performansın şeffaflığı,
2. Performansa göre ve adil piyasa şartlarına uygun şekilde ücretlendirme,
3. Kariyer gelişim yollarının aile üyelerince kapatılmaması,
4. Aile üyelerine ve profesyoneller için ayrı performans sisteminin uygulanması
5. Karar alma, yetki ve sorumluluk belirlenmesi gibi beklentiler cevaplanarak, becerikli yöneticilerin işletmede faaliyet göstermesi mümkün olmaktadır.[56]

Aile şirketleri ile ilgili 2004 yılında yapılan bir çalışmada; aile bireyleri tarafından yönetilen halka açık bir işletmede zayıf bir yönetim kurulu yapısı yani bağımsız denetim komitesinin olmaması işletmenin düşük bir performans sergilemesine sebep olmaktadır. Araştırmaya göre bu durumun sebebi bağımsız bir yönetim kurulunun işletme faaliyetlerinde hakim ortağın menfaatinden çok işletmenin uzun vadeli çıkarını gözeterek yönetmesinden kaynaklanmaktadır.[57]

Türkiye'de de aile şirketleri, gerek sayısı, gerek hacmi ve gerekse istihdam edilen personel sayısı bakımından incelendiğinde ekonomiye sağladıkları katma değer bakımından göz ardı edilemeyecek bir büyüklüğe sahiptir. Bu sebeple aile şirketlerinin de kurumsal yönetim ilkelerini benimseyerek bu ilkeler doğrultusunda yönetilmesi ekonominin sürdürülebilir devamlılığı açısından oldukça önemlidir.

1.8. Kurumsal Yönetim İlkeleri

Kurumsal yönetimin en temelde belirlemiş olduğu hedef; firma ile hissedar ve paydaş gruplarının karşılıklı haklarının ve yükümlülüklerinin belirlenmesi ve bu yolla da yatırımcı teminatının sağlanmasıdır. Hiç şüphesiz bu güne değin kurumsal yönetim ile ilgili dünya çapında otoriteler tarafından birçok çalışma ve araştırma

[56] Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği (TKYD), (2010), **Kurumsal Yönetim İlkeleri Işığında Aile şirketleri Yönetim Rehberi** s.:12, İstanbul
[57] Anderson and Reeb, **"The Balance of Power: Who Monitors the Family?"**, Unpublished manuscript, March 2004.

yapılmıştır. Bu araştırmalar göstermektedir ki tek bir kurumsal yönetim modelinin şablon olarak dünyadaki tüm ülkelere uygulanması mümkün değildir. Her ülke için oluşturulacak model o ülkenin ekonomik finansal kendi dinamikleri ile özdeşleşmeli ve bu yapıya uygun olmalıdır. Yine de tüm dünyada kabul görmüş olan kurumsal yönetim ilkelerini başlıca 4 maddede gruplamak mümkündür. Bunlar (1) şeffaflık ilkesi, (2) hesap verebilirlik ilkesi, (3) sorumluluk ilkesi, (4) adil yönetim ilkesi' dir. Bu dört ilke aşağıda açıklanmaya çalışılacaktır.

1.8.1. Şeffaflık

Şeffaflık kavramı; şirketin yönetimi, hissedarlık ve finansal performans yapısı hakkında doğru, yeterli ve kıyas yapılabilir bilginin zamanında açıklanması olarak tanımlanabilir.[58] Başka bir tanım olarak şeffaflık; kredilerin yatırımcılar tarafından kullanılması, kredi kullananların kredibiletesi, hükümetler tarafından kamu hizmetlerinin sunulması (para, sağlık, eğitim, maliye, politikaları) ve uluslararası kuruluşlar tarafından gerçekleştirilen faaliyetler ile ilgili doğru, güvenilir, eş zamanlı, ekonomik, politik ve sosyal bilgi aktarımının sağlanmasıdır.[59]

Şeffaf yönetim, firmaya sermaye çekmenin daha da önemlisi yatırımcının kendini güvende hissetmesinin en temel unsurudur. Çünkü yatırımcılar firmaları gerçek anlamda inceleyebilme, gerçek piyasa değerini anlayabilme, performanslarını karşılaştırabilme ve kendisi açısından en doğru yatırım kararını verebilme olanağını bu ilkenin hayata geçirilmesi ile mümkün kılabilirler.[60] Konuya daha geniş bir perspektiften bakıldığında eğer bir toplum finansal açıdan gereğince aydınlatılmazsa, bu toplumun tasarruflarının sermaye piyasalarının dışına kaçması beklenecektir. Ülke kalkınmasıyla Sermaye piyasasındaki gelişmişlik seviyesi arasında paralel ve yakın bir ilişki olduğundan; kamunun ve de küçük yatırımcıların bilgilendirilmesi daha da önemli olmaktadır.[61]

[58] Türk sanayici ve İşadamları Derneği (2002), **Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi,** İstanbul
[59] Vishwanath, T. D. Kaufman (1999**), "Towards Transparency in Finance and Govarnance"** The World Bank Working Paper
[60] Paslı a.g.e. s.:54
[61] Taner, B., G. Cenk Akkaya (2004) Sermaye Piyasası: **Faaliyet Alanı ve Menkul Kıymetler,** İzmir, Birleşik Matbacılık

Şeffaflık ilkesi kapsamında kamuoyuna açıklanacak bilgilerin aşağıda yer alan özelliklere sahip olması gerekmektedir.[62]

1. Bilgi anlaşılır ve açık olmalıdır.

2. Açıklanan bilginin doğru olması gerekmektedir.
3. Bilgi tarafsız bir şekilde sunulmalı ve bu bilgilerin kullanıcıları yanıltmıyor olması gerekir.
4. Bilginin sunumu eksiksiz olmalıdır.
5. Bilgi kullanıcılara analizler yapma imkânı sağlayacak özelliklere sahip olmalıdır.
6. Bilgi sunulurken düşük maliyetli olmalıdır.
7. Bilgi kolay ulaşılabilir olmalıdır.
8. Bilgiye zamanında ulaşım olanağı olmalıdır.

Şeffaflık ilkesi kapsamında, hangi bilgilerin kamuoyu ile paylaşılacağı, yapılacak açıklamanın zamanlaması ve bunun kim tarafından yapılıyor olacağı da önemlidir.[63]

İlk olarak firmaların kamuya açıklayacak oldukları bilgilerin iç ve dış denetime tabi olmuş faaliyet sonuçlarını ve finansal durumu açıklayan bilgiler olması gerekir. Bu bilgilerin içerisinde firmanın hedefleri, etik kurulları, üst düzey yöneticilerin kimler olduğu ve aldıkları ücretler, oy hakları, sermaye yapısı, yönetim kurulu üyeleri ile ilgili bilgiler vb. konuları içermelidir. Ayrıca, firmanın kamunun aydınlatılması ile görevli departman veya çalışanların bulunması da oldukça önemlidir. Bu bilgilendirmede, bilgilerin iç ve dış paydaş gruplara eşit şekilde ulaştırılması konusuna da dikkat edilmesi gerekir. Açıklanacak bilgilerin firmanın aleyhine sonuçlar oluşturması mümkün olsa bile, gerekli zamanda kamuyla paylaşılması ve öncesinde kötüye kullanılmasının engellenmesi de üzerinde durulması gereken başka bir konudur.[64]

1.8.2. Hesap Verilebilirlik İlkesi

Şeffaflık ilkesi ile yakından ilgili olan hesap verilebilirlik ilkesi, yönetim fonksiyonunun ve sorumluluklarının belirtilmesi, hissedar ve yöneticilere ilişkin taleplerin doğru sıralanışının güvence altında olması ve alınan kararların objektif

[62] Aktan a.g.e. s.: 16
[63] Tamer Koçel, **İşletme Yöneticiliği,** İstanbul, Beta Yayınevi, 2006, s.468
[64] Sermaye Piyasası Kurulu, (2005), **Kurumsal Yönetim İlkeleri,** Ankara

kararlar olduğunun yönetim kurulları tarafından takip edilmesidir.[65] Hesap verilebilirlik aynı zamanda alınan kararların doğru olduğunun kanıtlanması ve bu kararların sorumluluğunu kabul etme gerekliliğini de işaret etmektedir.[66]

TÜSİAD, bahse konu ilkeyi; firmanın yönetilmesine ilişkin sorumluluk ve kuralların açık olarak tanımlanması, yönetim ve hissedarlar arasındaki çıkarların paralelliğinin yönetim kurulunca dikkate alınması olarak tanımlamaktadır.

Paydaşlara ve şirketin tüzel kişiliğine yönetim kurulu üyelerinin karşı olan hesap verme sorumluluğunu ifade eder. Şirket yönetiminde sorumluluk ve kuralların açıkça belirlenmesi, yöneticilerin ve paydaşların ortak çıkarlarının korunup gözetilmesini hedef alır. Faaliyetlerin sebepleri ile ortaya çıkan sonuçların objektif bir şekilde ortaya konmasıdır.[67]

Şirket yöneticilerinin kurumsal yönetim uygulamalarında tüm paydaş gruplara ve hissedarlara karşı hesap verme sorumluluğu bulunur. Bununla birlikte hissedarların haklarının kişisel açıdan koruma altına alınması ve kişisel olarak bilgilendirilmesi yerine, hesap verme sorumluluğunun belirlenmiş kurallar doğrultusunda yapılması daha doğru bir yaklaşımdır.[68]

Yöneticilerin aldıkları kararlarda bağımsız olmaları şirketin reel değerine ulaşmasının ve sadece belirli bir grubun faydaları yönünde faaliyetlerde bulunmasının engellenmesinde çok önemli bir rol oynar. Bununla birlikte kurumlarda karar alan kişilerin, verdikleri kararlardan ötürü birilerine karşı sorumlu ve hesap verme zorunluluğu bulunmaktadır. Yöneticilerin hissedarlara karşı hesap verme ve kararlarından dolayı ortaya çıkabilecek zararları tazmin etmesi iç sorumluluk ilkesi olarak tanımlanmaktadır. Buradaki sorumluluk yöneticilerin şirket adına göstermiş oldukları eylem ve fiillerden ötürü hesap vermeleri, bu işlem ve eylemlerin şirket ve hissedarlar açısından yerindeliğinin kanıtlanması esasına dayanmaktadır. Söz konusu hesap verme şirket faaliyetlerinin değerlendirildiği şirket genel kurulu toplantılarında gerçekleşmektedir.[69]

---

[65] Millstein, Ira (2000), **"Corporate Govarnance: The Role of the Market Forces",** OECD Working Paper
[66] Tuzcu, a.g.e., s.: 35
[67] MENTEŞ Ahmet (2009), **Kurumsal Yönetişim ve Türkiye Analizi,** Derin Yayınları, İstanbul.
[68] Aktan
, a.g.e., s.: 16
[69] Paslı a.g.e., s.16

Özetle kurumsal yönetimin bu ilkesi, tüm paydaşların yönetime katılımını teşvik ederek, firma hakkındaki fikir ya da endişelerini yönetim kurullarında ifade edebilmelerinin öneminden ve desteklenmesinden bahseder. Bununla birlikte firmadan alacaklı olan şahıs ya da kurumların hakları ve herhangi bir iflas durumunda bu hakların korunmasının öneminden bahseder.

1.8.3. Sorumluluk İlkesi

Firmaların en stratejik ve en büyük öneme sahip organizasyon birimi olan yönetim kurullarının başlıca görevi uzun vadede hissedarlarına sürekli gelir sağlamak ve üst düzey kararların alınarak, alınan bu kararların yerine getirilmesini sağlamaktadır. Ayrıca temsil birimi olarak firmayı aktif bir şekilde yönlendirme görevini yerine getirirler. Bu bağlamda yönetim kurulları, firmayı temsil ve idare ederler ve ayrıca firmanın müşterilerine, çalışanlarına, tedarikçilerine, diğer paydaş gruplara karşı sorumluluk sahibidirler.[70]

Sorumluluk, doğruları teşvik ederken, bununla birlikte yanlışları cezalandıran bir kontrol mekanizması işlevi görmektedir. Yönetim kademlerinin temel sorumluluğu ise kurumların hedeflerini sağlıklı bir şekilde belirleyerek, bu hedefleri uygulamaya geçirmek için gerekli yönetsel kararları vermektir. Sorumluluk ilkesinin amacı kanunlara uygun olarak ve toplumsal değerleri yansıtan düzenlemelere de uygunluğunu teminat altına almaktır.[71]

Firmalar kendi paydaşları için değer oluştururken bunun yanında içinde bulundukları toplumun değerlerini oluşturan düzenleme ve kanunlarla da uyumlu bir şekilde faaliyetlerini sürdürmelidirler. Kurumsal yönetim ayrıca çalışanların yönetime dahil olmasını teşvik eder ve tüm pay sahiplerinin kaygı ve düşüncelerini yönetim kuruluna aktarabilmelerinin önemini vurgular.

Sorumluluk ilkesi, işletmelerin karar alma sürecinde paydaşların ve yöneticilerin, şirketin dışında kalan tüm menfaat sahiplerinin çıkarlarını da gözetirken bununla beraber topluma karşı olan sorumluluklarını da yerine getirmeleridir. Sorumluluk ilkesini, tüm menfaat sahiplerine belli haklar tanınması hatta onlarla işbirliği içine girilmesi olarak tanımlayabiliriz. Bu ilkeyle, toplumsal sosyal değerleri yansıtan kanun ve diğer düzenlemeler için uygun olarak işletmelerin faaliyetlerini yerine

[70] TÜSİAD, a. g. e., s.: 15
[71] Millstein, a. g. e.; s.: 3

getirmesi amaçlanmaktadır. Menfaat sahipleri ile olan ilişkilerde yasal mevzuatlara uygun, şirketin ekonomik faaliyetlerini göz önüne alan bir yönetim biçiminin belirlenmesidir. Yine bu ilkenin asıl dayanağı; yöneticilerin, alacaklılar, işçiler, üreticiler, müşteriler, potansiyel pay sahipleri ve de devlet gibi birimlere ait çıkarların ve isteklerin yerine getirilmesi bilinç ve sorumluluğuna sahip olmalarıdır.[72]

Sorumluluk ilkesine göre, yönetim kurulunun ortaklık üzerinde etkin gözetim uygulaması ve hissedarların sorumluluk taşıması sağlanmalıdır. En geniş anlamı ile sorumluluk ilkesi şirket çalışmalarının mevcut mevzuat ve toplumsal ve aynı zamanda ahlaki değerlere uygun olmasıdır. Sorumluluk ilkesine göre:

- Yönetim kurulu üyeleri, faaliyetler hakkındaki tüm bilgilere ulaşmış olarak, görevlerinden dolayı gerekli hassasiyeti gösterirken iyi niyetli olmalı, bununla beraber ortakların tümünün çıkarlarını koruyacak bir perspektif ile hareket etmelidirler.
- Yönetim kurulları, diğer paydaşların çıkarlarını gözeterek, ortaklığın faaliyet alanları ile ilgili mevcut mevzuata uyum sağlamak zorunluluğundadırlar.
- Yönetim kurulu, temel gözetim faaliyetlerini içeren konuları yerine getirmelidir. Bu konuları aşağıdaki gibi özetlemek mümkündür:
    - Üst düzey önemli yöneticileri seçmek, denetleme, ücretlendirilme ve durum gerektirdiğinde değişiminin sağlanması, görev süresi dolan yöneticilerin yerine yeni atamalarda bulunmak,
    - Üst seviye yöneticilerinin ücret politikalarını kontrol etmek ve bu ücretlerle ilgili planların paydaşların çıkarları ile uyumluluk göstermesinin sağlanması.
    - Ortaklık stratejisi faaliyetler ile ilgili planları, riskleri, yıllık iş planı ve bütçeleri kontrol etmek, performans hedeflerini belirlemek, bu konudaki uygulama ve ortaklık performansını takip etmek ve büyük ölçekli kazanç, harcama ve kayıpları tespit etmek.
    - Kamuyu aydınlatma, açıklama ve haberleşme sürecinin gözetim ve gerekli durumlarda denetimini yapmak.
    - Yönetim, uygulamalarının nasıl yapıldığı ve hangi değişikliklere ihtiyaç duyulduğu konularını tespit etmek ve kontrolünü yapmak,

[72] Paslı, a.g.e., s.57.

- Firmanın, bağımsız denetimin kontrolü de dâhil olmak üzere, muhasebe ve finansal raporlama hesaplarındaki uygunluğun sağlanması. Finansal kontrol, risk ve mevzuata uygunluğun takip edilmesini sağlayacak mekanizmalar oluşturmak.
- Anonim ortaklıklardaki yöneticiler, yönetim kurulu üyeleri ve diğer pay sahipleri arasındaki ortaklık kaynaklı varlıkların istismar edilmesi ve üçüncü kişilere yapılabilecek işlemlerden kötü niyet güdülmesi gibi konulardaki çıkar çatışmalarını izleyerek kontrol altına almak.

- Yönetim kurulunun işleyiş ve yapısının, ortaklığın gözetimini yapabilecek ve diğer paydaşlara karşı olan sorumluluklarını arttıracak şekilde düzenlenmesi gerekir. Bu konuları aşağıdaki gibi özetlemek mümkündür.

  - Potansiyel olarak çıkar çatışmalarının yaşanabileceği faaliyetlerde yönetim kurulları bağımsız bir şekilde karar verebilme yetisine sahip gerek ve yeter sayıda yönetim kurulu üyesi atama konusunu göz önüne almalıdır. Yönetim kurulunun denetim atama ve ücretlendirme gibi başlıca görevleri için üyelerin bağımsız karar verebilme iradeleri bulunmalıdır.

  - Yönetim kurulu üyelerinin görevlerine yerine getirmek için gerekli olan zamanı, bu işlerine ayırmaları gerekmektedir.

- Yönetim kurulu üyelerinin üstlenmiş oldukları görev ve yükümlülükleri ifa edebilmeleri için doğru bilgiye gerekli zamanda ulaşmış olmalıdırlar.

1.8.4. Adil Yönetim İlkesi

Adil yönetim ilkesi, firmanın geleceği ile ilgili durumlarda, tüm paydaşların fikirlerinin eşit bir biçimde değerlendirilmesi konusu hakkındadır. Şirket yönetiminin verdiği kararlarda sadece mülkiyet hakkı olan hissedarların değil, bununla birlikte firmanın uzun vadede varlık ve karlılığını sürdürmesine yardımcı olacak tüm paydaşların dikkate almasıdır.[73]

[73] Tuzcu, a.g.e.: s.36

Adil yönetim ilkesine gereğince; aynı tür hissedarlara eşit muamelede bulunulmalı, tüm hissedarların aynı oy hakkı bulunmalıdır. Oy ile ilgili tüm değişikliklerin hissedarların oyuna sunulması gerekir. Ayrıca genel ortaklar toplantısının yöntem ve işlemleri, tüm hissedarların eşit ve adil muameleye tabi olmalarını sağlamalıdır. Bununla beraber, yöneticiler ve yönetim kurulu üyeleri, maddi bir çıkar oluşturabilecek ya da firmanın etkilenmesini sağlayacak işlemlerin tümünü kamuya bildirmelidir.

Adil yönetim ilkesi, temelde hissedarların belirli haklarının kabul edilmesi anlamına gelmektedir. Bu haklar aşağıda yer alan başlıklar altında özetlenebilir.[74]

- Temel Ortaklık Hakları
  - ✓ Azınlık haklarını kullanma,
  - ✓ Kar payı alma,
  - ✓ Hisselerin herhangi bir sınırlama olmaksızın devri.
  - ✓ Genel kurullara katılma ve oy kullanabilme,
  - ✓ Ortaklık ile ilgili zamanında ve düzenli bilgi alma,
  - ✓ Hissedar bilgilerinin sağlıklı olarak tutulması,

- Temel Yatırımcı Hakları
  - ✓ Firmanın karlarından pay alma,
  - ✓ Yapılacak genel kurul toplantılarına etkin katılım ve oy kullanabilme hakkı,
  - ✓ Yönetim kuruluna seçilecek üyelerin belirlenmesinde etkinlik (birikimli oy gibi),
  - ✓ Firmanın yapısına ilişkin kararlara katılma ve yeterli biçimde bilgilendirilme.
  - ✓ Düzenli olarak ve gerekli durumlarda şirket hakkında açıklayıcı bilgi elde etme,

- Bilgi Alma Hakkı
  - ✓ Kamu ile ilgili aydınlatma çalışmalarından bilgilendirme politikası dâhilinde yapılması,

[74]Aktan, a.g.e.; s.17

- ✓ Açıklamaların doğru bir şekilde, zamanında, anlaşılabilecek durumda, düşük seviyede bir maliyetle kolay ulaşılabilir ve eşit bir şekilde kamunun kullanımına verilmesi.
- ✓ Hisse senedinin değerini etkileyebilecek bilgilerin kamuya duyurulması ve hissedarlar arasında herhangi bir ayrım güdülmemesi.

Bu ilkeler ile birlikte Kurumsal Yönetim Merkezi (Corporate Governance Center) tarafından "ABD Halka Açık Firmalar İçin 21. Yüzyıl Yönetim İlkeleri (21st Century Governance Principles for U.S. Public Companiexs)" isimli raporda firmalar için 10 tane yönetim ilkesi belirlenmiştir. Bu ilkelerle kurumsal yönetim anlayışının gelişmesi amaçlanmaktadır ve bu ilkeler aşağıda yer almaktadır:[75]

- **Etkileşim (Interaction):** Yönetim kurulu üyeleri, yönetim, bağımsız denetçiler denetim komitesi ve iç denetçiler arasında etkin ve tutarlı bir iletişim olmalıdır.
- **Yönetim Kurulunun Amacı (Board Purpose):** Hissedarların haklarının en iyi şekilde korunması sebebi ile kurulun yönetim kurulları, yükümlülüklerini iyi bir şekilde anlamalı ve kurul üçüncü taraf yatırımcıların haklarını da gözetmelidir.
- **Bağımsızlık (Independence):** Herhangi bir yöneticinin firma ya da yönetim kademeleri ile kişisel veya mesleki olarak bir bağının bulunmaması durumudur.
- **Liderlik (Leadership):** Yönetim kurulu ve icra direktörünün (CEO) görev ve yetkinlikleri birbirinden ayrıştırılmalıdır.
- **Uzmanlık (Expertise):** Yöneticilerin ve yönetim kurulu üyelerinin firmanın faaliyette bulunduğu alan ve firma faaliyetleri hakkında yeteri derecede yönetsel uzmanlık seviyesine sahip olmalarıdır.
- **Toplantı ve Bilgi (Meeting and Information):** Yönetim kurulu belirli aralıklarla toplanmalıdır. Ayrıca, yönetim kurulu görevlerini yapacak olan kişiler gerekli bilgilere ulaşabilmelidir.
- **Yönetim Kurulunun Sorumluluğu (Board Responsibility):** Yönetim kurulu firma faaliyetlerinin güvenilir ve doğru olarak yapılmasında ilk başta hisse sahipleri olmak üzere tüm paydaşlara karşı sorumludur. Ayrıca, yönetim

[75] Demirbaş ve Uyar, **Kurumsal Yönetim İlkeleri ve Denetim Komitesi** 2006, Güncel Yayıncılık s.: 24

kurulunun esas sorumluluk sahası, şirketin icra direktörünün (CEO-Chief Executive Officer) denetimi, firmanın stratejilerinin belirlenmesi, izlenmesi ve değerlendirmeye tabi tutulmasıdır.

- **Kamuyu Aydınlatma (Dislosure):** Firmanın finansal ve mali raporları yönetim tarafından şeffaf bir şekilde ve zamanında kamuoyuna açıklanmalıdır.
- **Komiteler (Committee):** Kurulacak olan tüm komiteler bağımsız üyelerden oluşmalıdır, denetim komitesi de bunların başında gelmektedir.
- **İç Denetim (Internal Audit):** Firmaların tamamı etkin, sürekli olarak çalışma gösteren ve doğrudan ilgili komiteye raporlama yapabilen bir iç denetim fonksiyonuna sahip olmalıdır.

İKİNCİ BÖLÜM

KURUMSAL YÖNETİM MEKANİZMA ve SİSTEMLERİ

2.1. Kurumsal Yönetim Mekanizmaları

Kurumsal yönetim mekanizmaları, şirketin etkin ve verimli bir şekilde faaliyet göstermesini sağlamak için tasarlanmış çeşitli kontrol araçlarını ifade etmektedir. Bu araçların temel işlevi, yöneticilerin şirket amaçlarına ters düşme pahasına bireysel çıkar odaklı davranışlarda bulunmasını engellemektedir. Yönetim üzerinde kontrol, şirket içindeki düzenlemeleri ifade eden içsel kurumsal mekanizmalar yardımıyla sağlayabileceği gibi, dışsal kurumsal yönetim mekanizmalarını ifade eden çeşitli piyasa güçleri yardımıyla da uygulanabilmektedir.[76]

Denetleyici, yönetici ya da hissedarları mülksüzleştirmesini, önleyen kurumsal yönetim mekanizmaları, şirket içi mekanizmalar ve şirket dışı mekanizmalar olmak üzere ikiye ayrılmaktadır. En çok kullanılan şirket-içi mekanizmalar aktif yönetim kurulu, ortaklık yapısının yoğunlaşması ve adaletli ücret politikalarıdır. Kötü niyetle satın almaya ilişkin tehditler, başarısız yöneticilerin iş bulabilmelerini önleyecek yönetim iş gücü piyasası ve hissedarların haklarının korunması gibi tanımlanan yasal kurallar şirket dışı mekanizmaların başında gelmektedir.[77]

Aşağıda yer alan tabloda da görüldüğü gibi şirket içi mekanizmalar Yönetim Kurulu, ortaklık yapısı, yöneticilerin ücreti, yatırımcı ilişkileri, en iyi uygulama kodları gibi daha çok yönetilebilen ya da şirket tarafından yönlendirilebilen başlıklardan oluşurken; şirket dışı mekanizmalar daha çok dış kaynaklı ve genellikle müdahalenin çok mümkün olmadığı şirket satın alımları, yönetici piyasası, ürün piyasası, aktif hissedarlık ve yasal sistemden oluşmaktadır.

---

[76] Burak Koçer, **İçsel Bir Yönetişim Mekanizması Olarak Yönetim Kurulları, İMKB' de İşlem Gören Şirketlerin Yönetim Kurulu Yapısı ve İşlevleri Üzerine Bir Araştırma**, İstanbul Üniversitesi, SBE, Yayınlanmış Doktora Tezi, 2005 İstanbul s: 33

[77] Veysel Kula, **Kurumsal Yönetim: Hissedar Korunması Uygulamaları ve Türkiye Örneği**, İstanbul, Papatya Yayıncılık, 2006, s.: 33

Tablo 7: Kurumsal Yönetim Mekanizmalarının Kaynak Açısından Sınıflandırılması

Kurumsal Yönetim Mekanizmaları	Mekanizma Kaynağı
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, a.g.e. s.:34

2.1.1.Şirket İçi Mekanizmalar

Yönetim kurulu ile ilgili kurumsal yönetimle alakalı alınabilecek tedbirler genel olarak yönetim kurulunun oluşum yapısı ve süreci ile ilişkilidir. Yönetim kurulu yapısı ise genel manada yönetim kurulu üyelerinin sayısı ve yönetim kurulu başkanının bu görevin yanında aynı zamanda CEO olup olmadığı ve yönetim kurulu üyelerinin yönetimden ne ölçüde bağımsız olduğu gibi konuları inceler.[78]

Mc Kimsey' in iyi kurumsal yönetim uygulamaları ile ilgili özellikle yönetim kurulu üzerine vurgu yapmıştır. Yönetim kurulundaki bağımsız üyelerin çoğunlukta olması, dışardan olan üyelerin gerçekten yönetimden bağımsız olması, üyelerin önemli hisseye sahip olması gerektiğini belirtmiştir. Üyelerin ödemelerinin önemli kısmının hisse ile ilgili olması, resmi üye değerleme sisteminin olması yönetim konularına değin yatırımcıların bilgi isteklerine hemen cevap verilmesi gerektiğine değinmiştir. Genel olarak, İngiltere'de hala açık şirketlerin 1993 sonrası uymak zorunda oldukları Cadbury Raporu'nda da belirtildiği gibi yönetim kurulu başkanı ve

[78] Kula, a.g.e.s.: 35

firma CEO'nun farklı kişiler olması, yönetim kurulunda bağımsız üyelerin olması ve bağımsız üyelerden oluşan denetim ve aday gösterme komitelerinin olmasıdır.[79]

ABD de yönetim kurulu ile ilgili öncelikli olarak kurulun bileşimi ve yönetici tazminatları konuları ile ilgili çalışılmaktadır. Kurulun yapı ve büyüklüğü, kurulun bileşim karakteristikleriyle ilgili konulardır. Karakteristik konular; yönetim kurulu üyelerinin sayıları, dışsal üyelerin toplam içerisindeki oranı ve CEO ve kurul başkanlığı görevinin aynı kişi tarafından yapılıp yapılmadığı ile ilgili konulardır. Yönetici tazminatlarıyla ilgili olarak yapılan araştırmalar genel olarak yöneticilerin çıkarları ve hissedarların çıkarlarının birbiri ile uyum içerisinde olmasını sağlayacak metotların başarısı ile ilgili çalışmalardır.[80]

İçsel kurumsal yönetim mekanizmalarından bir diğeri de şirketlerin ortaklık yapısı ile ilgilidir. Burada şirketin; halka açık olması ya da devlet veya özel sahiplik, yabancı ya da yerli sahiplik, yönetimsel sahiplik, kurumsal açıdan sahiplik, blok olarak sahiplik gibi konular devreye girmektedir. ABD ve İngiliz sistemleri ağırlıklı olarak güçlü yasal olarak koruma sistemine dayanırken, Japon ve Alman sistemleri biraz daha zayıf olan yasal koruma ancak daha yoğunlaşmış öz sermaye sahipliğine dayanmaktadır. Bu ülkelerin hepsi iyi bir kurumsal yönetim sisteminin, yatırımcıların yasal açıdan korunabilmesi ve sahiplik yoğunlaşmasının uygun bir dağılımından oluştuğunu dile getirir. Dolayısıyla şirketlerin sahiplik yapısının durumu kurumsal yönetimin en önemli koşullarından biridir.[81]

Üst yönetimin, hak sahibi paydaşların çıkarını göz önüne alarak, stratejik karar verebilmek ve iyi bir yönetim sergilemek için başvurabileceği kurumsal yönetim mekanizmalarından bir tanesi de "yönetsel ücret ve teşvikleridir. Eğer, firma yöneticilerinin ücret ve teşvik politikaları hissedarların amaç ve çıkarlarına uygun olan stratejik faaliyet ve amaçlarla bağlantı içerisinde olursa, üst yönetimin çıkarlarının da gerçekleşmesini sağlayacak bu faaliyet aynı zamanda kararların verilmesini de kolaylaştıracaktır. Bu sayede hak sahibi olan paydaşların çıkarına uygun olan yönetim gerçekleşmiş olacaktır. Böylece, vekil yöneticilerin

[79] Kula, a.g.e.:s. 35
[80] Kıyılar M., M. Belen (2006), **"Kurumsal Yönetim İlkeleri ve Ulusal Finans Raporlama Standartları Açısından Gelişmeler",** Türkiye Muhasebe Standartları Sempozyumu, Girne, İzmir Serbest Muhasebeci ve Mali Müşavirler Odası: 73-96
[81] Kıyılar ve Belen,a.g.e., s.:95

ödüllendirilmesi, yöneticilerin gösterecekleri performanslara göre değişken duruma getirilerek bir kurumsal yönetim mekanizması olarak kullanılabilmektedir.[82]

Yılsonu faaliyet raporu durumuna göre hesaplanacak teşvik sistemleri, verilecek olan ikramiye ve yıllık ücretler, yöneticilerin kısa dönemdeki amaçlar ve faaliyetlere odaklanmasını arttıracak etmenlerdendir. Ayrıca yöneticiler için hisse senetlerini, bugünkü fiyatlar ile daha sonraki tarihlerde satın alabilme imkânı veren hisse senedi alım planları, yöneticilerin daha uzun süreli hedefleri planlayarak yönetim yapmalarını sağlamış olacaktır. İşletme amaçlarına uygun bir stratejik projenin tamamlanması sonucunda, o projeyi gerçekleştirenlere verilebilecek teşvikler, yine yöneticileri bu projenin oluşması için çaba sarf etmeye yönlendirecektir. Bu sebeple hissedarların çıkarlarına ve amaçlarına göre belirlenecek olan üst yönetimin teşvik ve ücret sistemleri ile hissedarlar, üst yönetimi kontrol edebilme imkânına sahip olabilir ve onları kendi amaçları etrafında yönlendirebilirler.[83]

En iyi uygulama kodları, ekonomi ve yönetim literatüründe son zamanda oluşmuş bir kurumsal yönetim mekanizmasıdır.[84] Demirağ ve Solomon, ilk en iyi uygulama kodunun 1992'de yayınlanan Cadbury raporu olduğunu, takip eden senelerdeki uygulama kodlarının yalnızca ulusal ölçüde değil tüm dünyada yaygınlaştığını belirtmiştir.[85]

Fremond ve Capaul'a göre, en iyi uygulama kodları geçerli olan yasal mevzuata ilişkin ve aynı zamanda kurumsal yapıyı tamamlamada kullanılan faydalı araçlardır. Bu kodlar, kurumsal sorumluluk alanında kendilerini rakip işletmelerden ayırt etmek isteyen şirketlerce yayımlanır. OECD ilkelerinden esinlenerek Hindistan, Çin Malezya, Polonya, Çek Cumhuriyeti, Rusya ve Brezilya gibi birçok ülke ulusal bazda en iyi uygulama kodlarını 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. Bu çalışmalar gelişmekte olan en

[82] Ülgen ve Mirze, a.g.e., s.:433
[83] Ülgen ve Mirze, a.g.e., s.:433
[84] Cuervo Alvero, **"Corporate Govarnance Mechanisms: A plea for Less Code of Good Govarnance and More Market Control",** ED. By. Thomas Clarke, London and New York: Routledge, 2004, s.2
[85] İstemi S. Demirağ ve Jill F. Solomon**,"Guest Editorial in International Corporate Govarnance an the Impact of Recent Events",** Corporate Govarnance an International Review, 2003: s.1

iyi uygulama kodlarını geliştirmeye yönelik araçlardır. Bu kodlara uyum genelde gönüllülük ilkesine dayanır. Malezya ve Singapur'da sermaye piyasası kurumları şirketlerin yıllık raporlarında kodlara ne kadar uyduklarını belirtmelerini ya da kurumsal yönetim hakkında ayrı bir rapor hazırlamalarını istemektedir. Hindistan ve Brezilya'daki kodlarda tavsiyelerin bazıları sermaye piyasası kurumlarınca kote için sonradan zorunlu hale getirilmiştir.[86]

2.1.2. Şirket Dışı Mekanizmalar

Kurumsal yönetim açışından şirket dışındaki menfaat sahiplerinin dikkate alınmaya başlanması, göreceli olarak yeni sayılabilir. Önceleri şirketin dış çevre unsurları olarak değerlendirilen ve şirketin faaliyetlerinin yapılıp şirketin amaçlarına ulaşmasını zorlaştıran faktörler olarak kabul edilen bu enstrümanların yönetilebilmesinin bir aracı olarak görülmeye başlanmıştır.[87]

Şirket kontrolünü ele geçirme piyasasını, özellikle finans alanında başarı gösteremeyen işletmelerin mülkiyetinin el değiştirmesine sebep olan bir kurumsal yönetim mekanizması olarak tanımlanmıştır. Bu mekanizma ile başarılı olan şirketlerin kötü yönetilmiş şirketleri satın alma yolu ile sahip olup, ekonomik açıdan daha etkin hale dönüştüreceği düşünülmektedir. Hisselerin sağlamış olduğu geri dönüş ve hissedar değerlerinin maksimizasyonu gibi performansa ilişkin göstergelerin tatmin düzeyi yeterli seviyede olmadığında, üst yönetim şirketin başkaları tarafından satın alınması tehdidiyle karşı karşıya gelebilecektir. Böyle bir durumda, şirket kontrol piyasası denetlenme işlevlerini yeteri kadar yönetip yerine getiremeyen yönetim kurullarını değiştiren bir kurumsal yönetim mekanizması görevini üstlenir. Genellikle satın alma işlemi neticesinde, yeni sahipler satın alınan şirketlerin yöneticilerinin işlerine son vermektedir ve yöneticiler kişisel olarak zarara uğramaktadırlar. Yöneticiler tarafından bu duruma düşülmesinin engellenmesinde en kolay yol ise şirketi güçlendirip uzun dönemde piyasada rekabet gücü sağlamaktır.[88]

Yasal sistemin temel bazda kurumsal yönetimin önemli bir mekanizması olduğu LaPorta, Lopez-de-Silanes, Shleifer ve Vishny tarafından ileri sürülmektedir.

---

[86] Kula, a.g.e., s.39-40
[87] İnan Özalp, **"İşletmelerde Paydaş Kavramı, Paydaşların Yönetimi, Arçelik ve TUSAŞ' ta Yapılan Bir Uygulama",** 9. Ulusal Yönetim ve Organizasyon Kongresi Bildirileri
[88] Koçer, a.g.e. s.46

Yazarlar özellikle, bir ülkenin yasalarının yatırımcıların haklarını ne ölçüde koruduğunu ve bu yasaların ne kadar güçlendirilmiş olduğunu, o ülkedeki kurumsal yönetim ve firma finansını geliştirme uygulamalarının en temel belirleyicileri olduklarını söylemektedir. Temeldeki bu fikir, ülkeler arasında değişiklik gösteren yasal rejimleri incelemekte olan bir araştırma piyasası oluşturmuştur. Bu araştırmalar karşılaştırmalı olarak kurumsal yönetim çalışmaları yapılmasına sebep olmaktadır. Birbirinden farklı kurumsal yönetim sistemlerinin kendi aralarında karşılaştırılması doğal olarak belirli açık sorunlara sebep olmaktadır: sadece tek bir "doğru" kurumsal yönetim var mıdır? Bu sistemin karakteristik özellikleri nelerden meydana gelir ve bu istikamete doğru bir yaklaşım gözlemlenmekte midir? Eğer ki tek bir "doğru" kurumsal yönetim sistemi mevcut değilse ülkelerin veya firmaların hangi karakteristik özellikleri ile bir sistemin kendileri için en uygun olduğunu belirler.[89] Yönetici piyasası alanında; tüm mal ve hizmetlerin sunulduğu bir piyasa olduğu gibi çalışanların hizmetlerini arz ettikleri ve şirketlerin de işgücü için talepte bulundukları bir piyasanın mevcut olduğu belirtilmiştir. Üst düzey yöneticiler de bu piyasada belirli bir sınıf içinde bulunmaktadırlar. Bu piyasada başarılı olmuş yöneticiler sürekli iş bulabilmekte ve kendileri için yoğun bir istihdam talebi olmaktadır. İşlerinde başarısız olan yöneticiler için ise fazla bir talep olmamakta ve iş bulabilmekte zorlanmaktadırlar. Bu nedenle, işsizlik riskinin azaltılması amacıyla üst düzey yöneticiler kendi piyasalarında oluşabilecek taleplerin sürekli canlı ve hareketli olmasını isterler. İşgücü talebinde en belirleyici faktör yöneticiler tarafından geçmişte gösterilen performanslardır. Bu nedenle her yönetici başarılı olmak ve kendi adına oluşacak talebi artırmak ister. Yönetici emek piyasası, üst yönetimi faaliyetlerin sonuçları ile ilgili kontrol edip denetleyebilen ve hisse sahipleri ve diğer paydaş grupların çıkarları ile uyumlu olan etkin bir yönetişim mekanizmasıdır.[90]

Sermaye piyasaları, şirket faaliyetlerinin denetlenmesi açısından önemli bir kurumsal yönetim mekanizmasıdır. Şirketlerin finansman gereksinimlerini karşılamak için başvurdukları sermaye piyasalarının sağlıklı bir kurumsal yönetim ve kaliteli kurumsal yönetim uygulamalarına ilişkin beklentileri, şirketleri bu doğrultuda kanalize ederek, uyum için teşvik eder. Ayrıca, şeffaf, adil, hesap verebilir ve sorumlu bir kurumsal yönetim anlayışını benimseyen şirketler, sermaye piyasalarında güvenirliklerinin artmasıyla finansal kaynaklara daha kolay ulaşım

[89] Kıyılar ve Belen, a.g.e. s.95
[90] Ülgen ve Mirze, a.g.e. s.434

sağlarlar. Küresel sermaye piyasasından yararlanmayı ve uzun vadeli sermaye çekmeyi amaçlayan ülkelerde, güvenilir kurumsal yönetim düzenlemelerinin geliştirilmesi gerekmektedir.[91]

2.2. Dünyada ve Türkiye' de Kurumsal Yönetim

Kurumsal yönetim ile ilgili yapılan yönergeler, yasalar ve öneri çalışmaları çok fazladır. Uluslararası alanda her ülkede kurumsal yönetim alanında çeşitli düzenlemeler veya bu kavramın gelişmesi için çeşitli öneriler yapılmıştır. Bu alanda yapılan çalışmaların fazlalığındaki büyük unsurlardan biri de uluslararası yatırımcıların kurumsal yönetim ile ilgili uygulamalara olan taleplerinden kaynaklanmaktadır.[92]

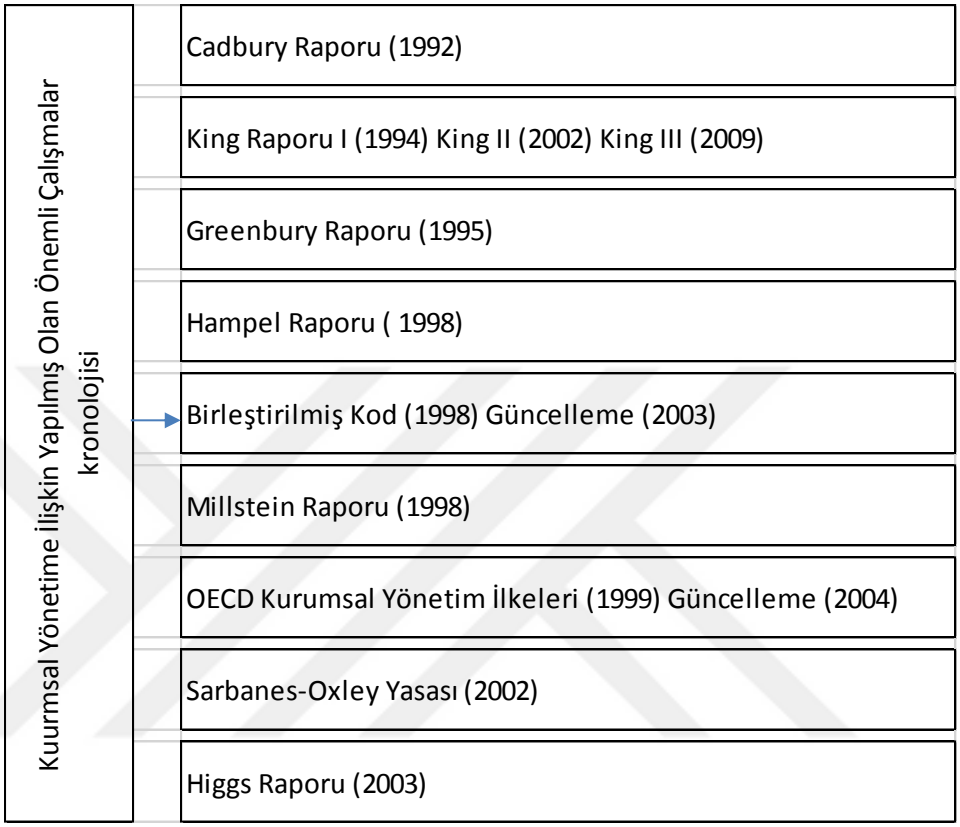
2.2.1 Kurumsal Yönetime İlişkin Uluslararası Raporlar ve Düzenlemeler

Kurumsal yönetim alanında yapılan ve tüm dünyada kabul görmüş başlıca düzenlemeler Cadbury Raporu (1992), Grenbury Raporu (1995), Hampel Raporu (1998), OECD Kurumsal Yönetim Ilkeleri (OECD İlkeleri) (1999 – güncelleme 2004) ve Sarbanes-Oxley (2002) yasasıdır.

Tablo 8 de görüldüğü üzere kurumsal yönetime ilişkin çalışmaların temelini 1992 yılında yayınlanan Cadbury raporu oluşturmaktadır. Sonrasında yapılan çalışma ve oluşturulan raporların çoğu Cadbury raporunu esas alıp bunun üzerine bina edilmiştir. Devam eden yıllarda hazırlanan Greenbury raporu, Hampel raporu ve Sarbanes Oxley yasası gibi diğer çalışmalarında kurumsal yönetim kavramının gelişmesinde ve yaygınlaşmasında büyük önemi vardır.

[91] Koçer, a.g.e.s. 51
[92] Jean - Pierre Garitte, "Audit Committees: A Step Towards Better Corporate Governance", **Deloitte & Touche Kurumsal Yönetim Güvencesi İçin Denetim Komitesi Sempozyumu,** İstanbul, 20.05.2003,s.26.

Tablo 8: Kurumsal Yönetim ile İlgili yapılmış olan başlıca çalışmalar



2.2.2. Cadbury Komitesi Raporu

OECD kurumsal yönetim ilkelerinin belirlenmesinde esas olan kurumsal yönetim ilkelerinin hazırlanmasındaki çalışmalara ilk olarak 1991 de İngiltere' de, Londra Kıymetler Borsası tarafından hazırlanan ve Adrian Cadbury nin başkanlık ettiği komite çalışmalarıyla başlandığı kabul edilir. Komite tarafından, İngiliz Şirketlerin uyması gereken en iyi uygulama kodlarını belirlenmiş ve 1992 yılı Aralık ayında "Kurumsal Yönetimin Finansal Görünüşü Üzerine Komite Raporu" ismiyle açıklanmıştır. Yapılan bu çalışma, kurula başkanlık eden Adrian Cadbury sebebiyle Cadbury Raporu olarak isimlendirilmiştir.[93]

[93]Cüneyt Cem Arslantaş, Afacan Mine Fındıklı, **"İMKB-50"de yer alan Şirketlerin yönetim kurulu yapılanmaları",** İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi, 2010, Cilt:39,

ABD yönetim sistemini oluşturan sistemler büyük ölçüde İngiltere' deki kurumsal yönetim sisteminin temelini oluşturmaktadır. Her iki ülkenin yönetim sistemi de, firmaların yönetimi ile ilgili, genel olarak kendilerince oluşturulan içsel düzenlemelere (self regülasyon) ve de piyasaya bağlı olan yaptırımlara göre oluşmaktadır. Self regülasyon geleneği baz alınarak oluşturulan kurumsal yönetimin finansal yönleri ile ilgili Cadbury Raporu, halka açık şirketlerdeki Yönetim Kurulu'nun bağımsızlığını güçlendirmek amacıyla oluşturulmuş en bilinen çalışmadır. 1991 Mayıs ayında F.R.C. (Financial Reporting Council) ve L.S.E. (London Stock Exchange) tarafından oluşturulan Cadbury komitesi, ilk taslak çalışmasını 27 Mayıs 1992 de kamuya açıklamıştır. Aralık 1992 de raporun en son hali komite tarafından ilan edilmiştir. Bu rapora göre komitenin asıl hedefi, kurumsal yönetim standartları ve finansal raporlama ve denetimine olan güven seviyesini arttırmaktadır. Komite'nin tavsiyeleri, şirketlerin kendi yönetim biçimlerini oluşturmaları için baskı kurulması açısından ideal bir seçenek olduğu inanışına dayanmakta olup, kanuni düzenlemeler yerine self regülâsyonun uygulanması tavsiye edilmiştir.[94]

Komite, firmalarca açıklanan rapor ve hesaplamalarında kodlara uyup uymadıklarına ilişkin resmi bir ifade bulunmasını önererek şayet bu önerilere uymadıkları durumlarda da uymamalarının sebeplerini belirten bir açıklamada bulunması gerekliliğini belirtmiştir. Ayrıca komite tarafından şirketlere yıllık raporlarını ilan etmeden önce denetçi firma tarafından incelenmesini tavsiye etmiştir. Bununla ilgili diğer bazı öneriler de şunlardır:

-Bir denetleme komitesi kurulmalı ve bu komite en az 3 bağımsız üye içermelidir.

- Üst yöneticilerin hizmet sözleşmeleri için tavsiye edilen süre 3 yıl olup, bu sürenin aşılmaması tavsiye edilmiştir.

- Yönetim Kurulu'ndaki bağımsız yöneticilerin çoğunluğunu şirketten bağımsız üyeler olmalı ve şirketle iş ya da bunun dışında herhangi bir başka menfaati bulunmamalıdır.

- Bağımsız yöneticilerin görev süreleri belirli bir zaman zarfında olmadır.

---

[94] Burcu Döner, *"***Kurumsal Yönetim (Corporate Governance) İlkeleri Işığında Kamuyu Aydınlatma Kavramı***"*, Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü (Yayınlanmış Yüksek LisansTezi), İstanbul 2004.s.17.

-Yönetici ödüllendirmeleri yapılırken dikkat edilmesi gereken husus, çoğunluğunun bağımsız üyelerden oluştuğu bir "Ödüllendirme Komitesi" kurularak, bu komitenin tavsiyelerinin dikkate alınmasıdır.

Yine bu raporda şirketlere uyulması açısından, Yönetim Kurulu yapısı, üst düzey yöneticiler, bağımsız yöneticiler, raporlama ve kontrollere ilişkin kurumsal yönetim uygulama yoları belirtilmiştir.[95]

Yönetim Kurulu

- Resmi bir program dâhilinde yapılan işlemler ile yönetim kurulu şirket idaresini elinde tuttuğunu belirtmelidir.
- Düzenli ve belli bir tarih aralığı ile Yönetim Kurulu toplanmalı, şirket üzerindeki kontrolü tam ve etkili olmalı ve üst düzey yöneticiler yönetim kurulu tarafından denetlenmelidir.
- Yönetim kurulu bağımsız yöneticileri de içeriyor olmalı ve bu bağımsız yöneticiler belirli komitelerde görev almalı ve kurulda söz sahibi olmalıdır.
- Yönetim kurulunda bulunan yöneticilerin ihtiyaç duyulacağı zamanlarda dışarıdan profesyonel destek alma imkanları bulunmalı ve bu belli sözleşmeler dahilinde olmalıdır.
- Sorumluluk ayrılıkları şirket yönetimince açıkça belirtilmelidir ve bu güç ile otoritenin eşit dağılımının sağlandığı ve yönetimde kimseye ayrıcalık tanınmayan bir düzen olmalıdır.

Bağımsız Yönetim Kurulu Üyeleri

- Performans, strateji, kaynak sağlama, önemli pozisyonlara görevlendirmeler ve yönetim standartlarına ilişkin, yönetim kurulu tarafından bağımsız fikirler üretilmelidir.
- Üyelerinin büyük kısmının işletmeden bağımsız olması gerekmektedir. Bu sayede fikirleri ücretlerinden ve pay sahipliğinden etkilenmemiş olacaktır. Üyelerin ücret politikasında kurulda harcadıkları zaman baz alınmalı ve bununla doğru orantılı olarak ücretlendirilmelidirler.
- Yönetim kurulunda bağımsız üye olarak görev yapan yöneticilerin, görev süreleri belirlenmiş ve belli tarihleri içeriyor olmalıdır.

[95] Mete Karayel, **Türkiye' de işletmelerde Kurumsal Yönetim Bilincinin ölçülmesine İlişkin Batı Akdemiz Bölgesinden Bir araştırma**, Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü (Yayımlanmış Yüksek Lisans Tezi). Isparta 2006. s.39.

- Yönetim kurulunda görev yapacak olan, üyelerin seçimi daha önceden belirlenmiş resmi prosedürler dâhilinde olmalıdır. Tüm bu süreç yönetim kurulunun kontrolü dâhilinde olmalıdır.

Üst Düzey Yöneticiler

- Yönetim kurulunda görevli profesyonellerin görev süreleri, hissedarların izni olmadıkça üç yılı aşmamalıdır.
- Yöneticilerin alacak oldukları toplam gelir, Yönetim Kurulu Başkanı ve en yüksek maaşa sahip yöneticinin hisse senedi alım hakları ve de emeklilik ikramiyesi de dâhil olmak üzere tam olarak belirlenmelidir. Maaş ve performansla ilgili bilgiler ayrı olarak hangi performansın dikkate alındığı belirtilmelidir.
- Üst düzey yöneticilerin alacak oldukları ücretler tamamen ya da büyük ölçüde bağımsız yöneticilerce oluşturulan ödüllendirme komitesince belirlenmelidir.

Raporlama ve Kontroller

- Yönetim kurulu tarafından bir denetim komitesi oluşturulmalı ve bu komitenin en az üç üyesi bağımsız üyelerden oluşmalıdır.
- Yönetim kurulunun başlıca görevi, şirketin içinde bulunmuş olduğu mali ve finansal durumu en doğru bir şekilde ortaya koyarak tüm paydaşlara göstermektir.
- İşletmenin devamlılığını gerekli kılan tüm konular hakkında detaylı raporlar yöneticiler tarafından hazırlanmalı ve sunulmalıdır.
- Denetçiler ile şirket arasındaki profesyonel ve nesnel bağ yönetim kurulu tarafından sevk edilmeli ve denetçilere doğru bilgilerin iletilmesi temin etmelidir.
- Şirket içi kontrollerin etkin ve verimli bir şekilde yapılıp yapılmadığına dair yöneticiler rapor hazırlamalıdırlar.
- Denetim komitesi tarafından oluşturulan raporlar gibi yöneticiler kendi sorumlu oldukları konular hakkında çeşitli raporlar hazırlamalıdırlar.

2.2.3. Greenbury Raporu

Cadbury Komitesinden sonra 1995 yılında Greenbury Komitesi toplanarak kararlar almıştır. 1995’ de yayımlanan rapordaki ana başlıklar, hesap verebilirlik, sorumluluk, tam açıklama, yöneticilerin ve hissedarların çıkarlarının örtüşmesi ve yüksek şirket performansından oluşmaktadır. Cadbury raporunda

olduğu gibi, bu rapora uyum sağlanması konusunda da İngiliz mevzuatında değişiklik yapılmasına gerek görülmemiştir. Greenbury raporu ile İngiltere' deki tüm borsaya kota firmaların, paydaşlarına yıllık bazda bu rapora uyum beyanı verilmesini tavsiye etmiştir. Bunun gibi LSE de, halka açık şirketlere rapordaki kararlar açısından devamlı görevlerini yetirene getirmeli, yatırımcı kuruluşlar da hazırlanan rapordaki konuların en iyi biçimde uygulanabilmesini sağlamak için güç ve etkinliklerini kullanmalıdırlar.[96]

Bu raporda ele alınan başlıca 4 konu aşağıda yer almaktadır. [97]

1. Gelir komitesinin genel müdür ve diğer üst düzey yöneticilerin alacak oldukları gelirlerin belirlenmesindeki rolü

2. Yöneticilerin gelirleri ve bu konuyla alakalı olarak diğer pay sahiplerinin onayının alınıp alınmayacağa ile ilgili açıklık seviyesi

3. Yöneticilerin ücretlerinin belirlenmesinde kullanılabilecek ücret politikalarındaki ana hatlar

4. İstenilmeyen, yetersiz performans sonucunda işten çıkarılması söz konusu olan yöneticilere ilişkin ödenecek tazminatlar

Cadbury raporunda da Greenbury raporunda da yöneticilerin alacakları gelirlerin belirlenmesinde görev yapacak olan gelir komitesinin bağımsız yöneticiler tarafından oluşturulması gerektiği yönünde fikir birliğine varılmıştır.

Ayrıca Greenbury raporunda yönetim kuruluna yapılacak ödemelerde daha şeffaf davranılması gerektiği üzerinde durulmuştur. İşten ayrılma ödeneği, raporlar ve başarılı olan yöneticilere verilebilecek ödüllerle ilgili çalışmalar yapılmıştır.

2.2.4. Hampel Raporu

Daha önce İngiltere' de yayınlanmış olan Greenbury ve Cadbury' deki önerileri gözden geçirmek için 1998 yılında Hampel komitesi oluşturulmuştur. Bu son raporda daha çok iyi yönetişim prensipleri üzerinde çalışılmıştır. Bu çalışmanın başlıca sebebi şirketler tarafından yüklenilen zorunlu ağır yükleri azaltarak daha esnek kurallar halinde tüm şirketler için uygulanabilir hale dönüştürmektir. İyi

[96] Döner, a.g.e., s.18

[97] Directors Remuneration **"Report of a Study Group chaired by Sir Richard Greenburry**" 17 Jully 1995, İngiltere, 1995 s.3.

yönetişim büyük ölçüde her bir şirket için biricik olup, bunun firmaların kendilerine has hallerine bağlı olduğu görülmüştür.[98]

Sir Ronald Hampel başkalığındaki komitede alınan kararlar "Committee on Corporate Governance: Final Report" adıyla yayınlanmıştır. Hampel raporunun ana konusu kurumsal yönetim başlığıdır. Raporda özellikle denetim, pay sahipliği, hesap verebilirlik konuları üzerinde durulmuştur. Ayrıca yöneticiler ve yöneticilerin ücretlendirilmesi, kurumsal yönetim ilkeleri, yönetim kurulu ve kurulun ücretlendirilmesi konularını içermektedir. Yatırımcılar arasında diyalog, yıllık genel toplantı, pay sahiplerinin rolü ve özel pay sahipleri konularıyla, denetim ve denetim komitesi, iç-dış denetim, muhasebe standartları ve denetçilerin yükümlülükleri, hesap verebilirlik konuları yer almaktadır.

Tablo 9: Hampel Raporunda Ortaya Çıkan Üç Madde

1. İyi kurumsal yönetim, alışılagelen kurallara değil geniş prensiplere ihtiyaç duyar. Örneğin, yönetim kurulu başkanlığının icra başkanlığından ayrılması şeklinde esnek olmalı ve her şirketin bireysel koşullarıyla alakalı olmalıdır.
2. Yönetim kurulu şirket hissedarlarına karşı yükümlüdür. Yöneticilerin diğer paydaş gruplarına olan sorumluluklarını yeniden belirleme olayı yoktur.
3. İngiltere' de tek yönetim kurulu kabul görür. İki dizi yönetim kurulu gibi alternatif yönetim yapılarında ve süreçlerinde ilgi yoktur.

2.2.5. OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri

1999 yılında OECD Bakanlar Kurulu tarafından OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri belirlenmiş ve bu tarihten sonra dünya çapında yatırımcılar, işletmeler, karar alıcılar ve diğer paydaşlar için uluslararası bir referans kaynağı olmuştur. Belirlenen bu ilkeler, kurumsal yönetimin gündemini geliştirmiş ve de OECD'ye üye olan ve üye olmayan ülkelerdeki yapılanma ve düzenleme işlemlerinde sürekli konu alınan örnek bir çalışma olmuştur. [99]

[98] Karayel, a.g.e, s.28
[99] Kurumsal Yönetim Derneği, **Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü, Kurumsal Yönetim İlkeleri,** 2004.

OECD' nin başkanlığını Mr. Ira M. Millstein' ın üstlendiği danışma grubu tarafından kurumsal yönetim ile ilgili konularda yapılması gerekenleri aşağıdaki gibi sıralamıştır.[100]

- Kurumsal yönetim uygulamalarındaki değişimlerin topluma yönelik olarak oluşacak etkilerini ve bununla birlikte kamu ile özel sektör arasındaki ilişkilerin belirlenmesini sağlamak;

- Yönetim kurullarının hesap verebilirliğinin arttırılması ve aynı zamanda bağımsızlıklarını sağlayabilmek adına tavsiye edilen "en iyi uygulamalar" kılavuzunu hazırlayıp çıkartmak;

- Hesap verebilirlik, şeffaflık, tarafsızlık ve sorumluluk ilkelerinin yaygınlaşmasını sağlayabilmek için hazırlanması gereken asgari uluslararası kurumsal yönetim standartlarının belirlenmesi;

- Karşılaştırılabilirlik ve kurumsal açıklamaların uygulanabilmesi için ortak kuralların yaygınlaştırılmasını sağlamak;

Finansal İstikrar Forumu (Financial Stability Forum-FSF) tarafından OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri, verimli ve aynı zamanda mali yapıya en uygun uygulamalardan biri olarak gösterilmiştir.[101] OECD tarafından belirlenen bu prensipler Rusya ve Almanya başta gelmek üzere birçok ülke için kurumsal yönetim anlayışının temel taşlarını oluşturmuştur.[102]

1999 yılında açıklanmış olan OECD kurumsal yönetim ilkeleri, kurumsal yönetim için uluslararası bir referans olma niteliği taşımaktadır. Hem devlet ve hem de özel sektör tarafından yapılan reformlar için temel niteliktedir. Prensipler 2003 senesinde 1999 yılından o tarihe kadar gerçekleşmiş olan gelişmeler dikkate alınarak yeniden düzenlenmiştir. Yeni prensipler Nisan 2004 te OECD devletleri tarafından kabul edilmiştir. OECD prensipleri iyi kurumsal yönetim rejimine ilişkin öğeleri anlayabilmek adına ortak bir uluslararası anlayışın oluşturulmasına ilişkin atılan ilk önemli adımdır.

---

[100] Demirbaş ve Uyar, a.g.e., s.128.

[101] Burak Pirgaip, ***"Türk Sermaye Piyasasında Uluslararası Muhasebe Standartlarına Uyum"***, **SPK Meslek Personeli Derneği Dergisi,** Sayı:10, Kasım - Aralık 2003, s.7.

[102] Gürbüz, Ergincan, a.g.e., s.18.

Prensipler başlıca beş bölümden meydana gelmektedir:[103] Pay sahiplerinin hakları, paydaşların rolü, pay sahiplerine eşit muamele, şeffaflık, açıklık ve yönetim kurulunun sorumlulukları.

2.2.5.1. Pay Sahiplerinin Hakları

Kurumsal yönetim genel olarak, hissedarlık haklarının tümünü korumalı ayrıca bu haktan kaynaklanan yetkilerinde tam olarak kullanılabilmesinin kolaylaştırılmasını sağlamalıdır.

I. Temel hissedarlık hakları:
- Mülkiyetin tescil edilmesi yöntemlerinin güvence altında olmasını sağlamak;
- Yönetim kurulunda görev yapacak olan tüm üyeleri seçme ve gerektiği durumlarda görevden alabilme yetkisi
- Firmanın genel durumu finansal yapısı hakkında gerekli zamanda doğru ve anlaşılır bilgi akışının sağlanması;
- Gerekli durumlarda firma hisselerinin devredilmesi ya da temlik edilebilmesi;
- Yapılacak olan genel kurul toplantılarına katılma ve bu toplantılarda oy kullanma hakkı;
- Şirketin faaliyetleri sonucunda oluşacak kârdan pay alma haklarını içermelidir.

II. Hissedarlar;
- Kuruluş sözleşmesinde, şirket tüzüğünde ya da buna benzer şirkete ait temel belgelerde yapılacak değişiklikler;
- Şirket varlıklarının tümünün ya da önemli bir bölümünün devredilmesi dâhil sonucunda şirketin satılmasına sebep olabilecek olağan dışı işlemlere benzer, şirketle alakalı önemli değişiklikleri ilgilendirebilecek kararlara dâhil olma ve bu kararlar ile ilgili yeterli seviyede bilgi alma hakkına sahip olması gerekir.
- Ek hisse çıkarma yetkisi

[103] Kurumsal Yönetim **En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi**, TÜSİAD, İstanbul, 2002.

III. Hissedarların yapılacak olan; genel kurul toplantılarına katılabilme ve bu toplantılarda oy kullanma fırsatına sahip olmaları ve oy kullanma yöntemleri de dâhil olmak üzere, genel kurul toplantılarına ilişkin kurallar ile ilgili olarak bilgilendirilmelidir.

- Firma hissedarlarına, yapılabilecek bazı sınırlamalar kapsamında, firmanın yıllık dış denetimini de kapsayan konular hakkında yönetim kuruluna soru önergesi verilebilmesi, genel kurul toplantısındaki gündeme ilişkin görüşülmesi istenen yeni konular eklenmesi ve öneri ya da eleştirilerde bulunabilme hakkı tanınmalıdır.
- Hissedarlar, genel kurul tarihleri, mekân ve gündem konusunda yeterli ölçüde ve gerektiği zamanda, ayrıca toplantıda karar verilecek konular hakkında tam ve gerekli zamanda bilgilendirilmelidirler.
- Yönetim kurulu üyelerinin seçimi gibi önemli yönetimsel kararlara yüksek seviyede katılım sağlanmalıdır. Hisse sahiplerine, yönetim kurulu üyelerine ve üst seviye yöneticilere verilecek olan ücretler hakkında görüş bildirme imkânı verilmelidir. Yönetim kurulu üyeleri ve çalışanlara ilişkin ücret çizelgesinin sermaye unsurunun, hisse sahiplerinin onayına çıkarılması gerekir.
- Hissedarlar hem bizzat ve hem de gıyaben oy kullanma hakkına sahip olmalı ve her iki durumda da kullanılan oylar eşit güce sahip olmalıdır.

IV. Bazı hissedarların ellerinde bulunan pay ile orantısız olarak kontrol elde etmelerine imkan veren düzenleme ve sermaye yapıları belirtilmelidir.

V. Şirket kontrolü ile ilgili piyasaların şeffaf bir şekilde ve etkin olarak izlemesine imkan sağlamalıdır.

- Yatırımcı haklarını korumak ve belirleyecekleri yolu saptamaları için sermaye piyasalarında firma kontrolünü elde etmek için gerekli kurallar ve usuller firmalar arası birleşme ile firmaya ait varlıkların önemli kısımlarının satışı gibi olağan dışı işlemler açık olarak ilan edilmelidir. İşlemler, şeffaf fiyatlar ve bütün hissedarların sınıflarına göre onların haklarının korunmasını sağlayacak adil şartlar altında gerçekleştirilmelidir.
- Şirketi ele geçirmeyi engellemek için olan enstrümanlar yönetimin hesap verme sorumluluğunu gizlemek maksadıyla kullanılmamalıdır.

VI. Mülkiyet haklarının kurumsal yatırımcı ve diğer tüm hissedarlar tarafından kullanılması kolaylaştırılmalıdır.

- Sıfat olarak Yed-i adil olan kurumsal yatırımcılar kendilerine ait oy haklarının kullanımı ile alakalı yürürlükte olan prosedürler de dahil yatırımları hakkında bütün kurumsal yönetim ve ayrıca oy politikalarını açıklamalıdır.
- Yed-i adil olan kurumsal yatırımcılar, yatırımlarıyla ilgili kilit yönetim haklarının kullanılmasına etki edebilecek maddi çıkar çatışmalarını yönetim biçimlerini açıklamalıdır.

VII. Kurumsal hissedarlar ile birlikte tüm hissedarların, hakkın kötüye kullanılmasına ilişkin istisna durumlar halinde ve ilkelerde belirtilmiş olan şekliyle ellerinde bulunan hissedarlık haklarına ilişkin konularda görüş alışverişinde bulunmalarına izin verilmelidir.[104]

2.2.5.2. Menfaat Sahiplerine Eşit Davranılması

Kurumsal yönetim, yabancı hissedarlar ve azınlık da dâhil, tüm hissedarların eşit olarak muamele görmesinin güvencesi olmalıdır. Bütün hissedarların hak ihlali durumunda yeterli bir telafi etme ya da tazminat imkânı olmalıdır.

Aynı zamanda:

- Aynı sınıftaki tüm paydaşlar eşit muameleye tabi olmalıdır.
- Genel kuruldaki uygulama tüm paydaşların eşit muamele görmesini sağlamalıdır. Firma oy kullanımını zor ve pahalı hale getirmemelidir.
- Aynı sınıfta yer alan tüm pay sahiplerinin eşit oy hakkı bulunmalıdır. Bütün yatırımcılar satın alma işleminin öncesinde tüm gruptaki payların oy kullanımı hakkında gerek ve yeter bilgiyi edinebilmelidir. Oy kullanma hakkındaki yapılacak tüm değişikliklerin paydaşların oyuna bağlı olması gerekir.

Yöneticiler ve yönetim kurulu üyeleri şirketle gerek ailevi, akrabalık gerek işletmeye ilişkin ya da başka özel ilişkiler içerisinde olabilirler. Bu herhangi bir işleme ait fikirlerini etkileyebilir. Bu sebeple yönetici ve yönetim kurulu üyelerinin şirketi etkileyebilecek uygulama ve işlemlerde alacaklarını açıklamaları istenmektedir.

[104] Kurumsal Yönetim Derneği, a.g.e.,s.12-14.

2.2.5.3. Pay Sahiplerinin Hakları ve Görevleri

Kurumsal yönetim, paydaşların haklarını gerek yasalarda gerekse ikili anlaşmalarla belirlenmiş olduğu gibi tanımalı, yeni iş sahaları ve servet oluşturmada şirketler ile hissedarlar arasında verimli işbirliğini ve ayrıca mali konularda kuvvetli işletmelerin ayakta kalmalarını sağlamayı desteklemelidir.

1. Menfaat sahiplerinin kanunlar ve ikili anlaşmalar doğrultusunda tanınmış olan haklarına karşı saygılı olmalıdır.
2. Paydaşların, çıkarları yasalarca güvence altında olduğu durumlarda, oluşacak hak ihlali durumunda yeterli telafi ya da tazminat alma imkânı bulunmalıdır.
3. Çalışanların yönetime katılımını sağlamak için performans arttırıcı etkenlerin geliştirilerek arttırılması sağlanmalıdır.
4. Hisse sahipleri, kurumsal yönetim sürecine dâhil olduklarında, düzenli ve zamanında konuya ilişkin güvenilir ve yeterli bilgiye ulaşabilmelidirler.
5. Çalışanlar ve onları temsil etme yetkisine sahip olan makamlar ve diğer paydaşlar, kanun dışı ve etik olmayan faaliyetler ile ilgili çekincelerini yönetim kuruluna rahatça iletebilmelidir. Bu tarz davranışları sebebiyle hakları tehlike altına girmemelidir.
6. Kurumsal yönetimin, etkili bir iflas durumu ve alacaklıların haklarının adil olarak icraya konulması şekliyle tamamlanması gerekir.[105]

2.2.5.4. Şeffaf Olma Ve Açıklanabilirlik

Kurumsal yönetim, firmanın içinde bulunduğu mali durum, idare ve mülkiyeti, performansı dâhil olmak üzere şirkete ilişkin tüm maddi konularda doğru olarak ve zamanında açıklanmasını sağlamalıdır.

Bu bölümde yer alan ifadeler şunlardır:

- Bir şirketin açıklık politikasının güçlü olması o şirketin daha çok sermaye çekmesini sağlayan faktörlerdendir. Çünkü yatırımcılar yatırım kararı vermeden önce düzenli, karşılaştırmalı ve güvenilir bilgiye ihtiyaç duyarlar. Şirketler açık olmayan ve yetersiz bilgi kullandıklarında, bu durum sermaye piyasasının iyi

[105] Kurumsal Yönetim Derneği, a.g.e.,s.17.

işlememesine sebep olabilir. Bu durum sermaye maliyetinin artmasına sebep olacak ve kaynak dağılımın yetersiz olması durumunu ortaya çıkartacaktır.

- Açıklık, şirketin faaliyet ve finansal sonucunu, temel pay sahipliği ve oy kullanım hakkını; şirket hedeflerini, , maddi olarak tahmin edilebilecek risk faktörlerini, diğer paydaş ve işçileri ilgilendiren maddi elemanları ve üst seviyedeki yöneticilerin ve yönetim kurulu üyelerinin ücretlendirilmelerini, yönetim yapısı ve politikalarını içermelidir.

- Bilginin kaliteli muhasebe, finansal ve finansal olmayan açıklık ve denetim standartlarında hazırlanması, denetlenerek açıklanması gerekmektedir. Bu sayede yatırımcıların raporlara ait güvenilirliği ve raporların kıyaslanabilirliğini inceleme ve firmanın durumu, performansı hakkında daha sağlıklı araştırma yapabilmesini sağlanacak buda şirketin denetleme kalitesini arttıracaktır.

- Genel görüş olarak yüksek kalitede standartlar ve etik kodlarının uygulamaya alınması şirket bağımsızlığının arttırılmasını ve devamlılığının güçlendirilmesini sağlayan en iyi yöntemlerden biridir. Bu sebeple yıllık denetim ve finansal tabloların hazırlanarak sunulması işlemi dışarıdan ve nesnel olarak bir garanti veren bağımsız bir denetçi kuruluş tarafından yapılmalıdır.

- Bilgi yayma yolları, kullanıcıların bu bilgilere doğru, zamanında ve düşük maliyet ile ulaşabilmelerini sağlamalıdır. İnternet ve diğer tüm bilgi teknoloji sistemleri bu amaç doğrultusunda kullanılmalıdır.

2.2.5.6. Yönetim Kurulunun Sorumlulukları

Kurumsal yönetim, yönetimin, yönetim kurulu tarafından etkin olarak denetlenmesini, kurumun stratejik rehberliğini ve yönetim kurulunun, tüm paydaşlara ve şirkete karşı hesap verme yükümlülüğünü taşımasını sağlamalıdır.

Yönetim kurulu üyelerinin şirket ve pay sahiplerinin menfaatleri doğrultusunda hareket etmeleri gerekir. Bu sebeple yönetim kurulu üyeleri, tamamen bilgilendirilmiş olarak, iyi niyetli bir tutumla gayret içerisinde ve dikkatli çalışmaları gerekir. Birçok şirkette bu durum yasal bir zorunluluktur.

Yönetim kurulu tüm paydaşları dürüst bir tarzda değerlendirmelidir. Üyelerin kararları, farklı paydaşları farklı şekilde etkileyebilir. Yönetim kurulu uygun yasalara uymayı garanti altına almalı ve pay sahiplerinin çıkarlarını dikkate almalıdır.

Yönetim kurulu tarafından temel bazı görevler gerçekleştirilmelidir. Bunlar:

- Şirket stratejisini, risk politikalarını, temel eylem planlarını, iş planlarını ve yıllık bütçeyi yönlendirerek gözden geçirmektir. Performans hedeflerini belirlemek; uygulama ve kurumsal performansı takip ederek bunu yanında devralmalar, büyük sermaye harcamaları ve mal varlığı satışlarını yönetmek.

- Firmanın kurumsal yönetim hakkındaki uygulamalarının etkinliğini gözlemlemek ve gerekli durumlarda değişiklik yapmaktır.

- Tepe yöneticileri belirlemek, değerlendirmek, denetlemek, ödüllendirmek gerekli durumlarda değiştirerek yönetimin sorunsuz olarak el değiştirmesini sağlamak.

- Yönetim kurulu üyeleri ve üst düzey yöneticilerin gelirlerini belirlerken hissedarların ve firmanın uzun vadeli çıkarlarını dikkate almaktır.

- Atama sürecinin şeffaf ve adil olması.

- Firma varlıklarına suiistimal edilmesi ya da ilgili taraf işlemlerinin kötüye kullanımı da dâhil olmak üzere tüm yönetimsel kademeleri ve paydaşların muhtemel çıkar çatışmalarını gözlemlemek ve kontrol etmek.

- Firmanın muhasebe ve mali raporlama sistemlerinin iç denetim de dahil güvenilirliğini sağlayarak, operasyonel ve mali kontrol sistemi, risk yönetimi, yasalar ve ilgili standartlara uygun olup olmadığını denetleyen sistemlerin uygulanmasını ve devamını sağlamak.

- Kamuyla ilgili iletişim ve açıklama konularına refakat etmek.

Yönetim kurulunun bağımsız olması ve şirket faaliyetlerinde objektif karar verebilme yeteneğine sahip olması gerekmektedir. Çıkar çatışması oluşabilmesi durumuna karşılık yönetim kurulu, bağımsız karar vermeye yeterli sayıda icrada görevli olmayan üye bulunuyor olmasına dikkat etmelidir. Bu tür önemli sorumluluklar arasında, mali ve ayrıca mali olmayan raporların güvenilir olmasının sağlanması, yönetim kurulu üyelerinin ve tepe yöneticilerin atanması, ilgili taraf işlemlerinin kontrol edilmesi, yönetim kurulu üyelerine yapılacak ücretin tespit edilmesi bulunmaktadır. Ayrıca, komiteler oluşturulduğunda bu komitelerin yapısı, süreleri, çalışma yöntemleri, yönetim kurulunca detaylı olarak belirlenmeli ve açıklanmalıdır. Yönetim kurulunda görevli olan üyeler sorumlu oldukları konulara gerektiği kadar zaman ayırmalıdırlar. Görevlerini yaparken, gerçeğe uygun, konuyla ilgili ve geçerli bilgiye erişebilmelidirler

Gelişmekte olan ve OECD üyesi olan birçok ülke ve aynı zamanda Türkiye OECD tarafından yayınlanmış olan bu ilkeleri ülke kurumsal yönetim kodu oluşturmada referans olarak kullanmıştır.

2.2.6. Kurumsal Yönetimde (SOX) Sarbanes – Oxley Kanunları

ABD, denetçi bağımsızlığının güçlendirildiği ve halka açık firmalarının bağımsız denetçileri için yeni düzenlemelere sahip bir otoritenin kurulduğu Sarbanes - Oxley Kanunu'nu yürürlüğe sokmuştur.[106]

Arı'nın belirttiği gibi, özellikle WorldCom ve Enron şirketlerinde yaşanan bağımsız denetim ve muhasebe başarısızlıklarını takiben ABD' de Temmuz 2002' de, halka açık kuruluşlarda muhasebe sisteminin, finansal raporlamanın ve bağımsız denetimin kalitesini arttırmak için Sarbanes-Oxley (SOX) yasası kabul edilmiştir. Bu yasanın temel hedefi Kurumsal Yönetim olmak üzere, denetim fonksiyonunun daha dinamik hale getirilmesi ve kaliteli finansal raporlamanın uygulamaya konulmasıdır. Yasa, kısaca denetçilerin denetlenme yasası olarak adlandırılabilir.[107]

Tablo 10: Yasa Metninin Ana Başlıkları

1. Halka Açık Şirketler Muhasebe Gözetim Kurulu
2. Denetçi Bağımsızlığı
3. Kurumsal Sorumluluk
4. Kapsamı Genişletilmiş Mali Bildirimler
5. Analist Çıkarlarının Çatışması
6. Komisyonun Kaynakları ve Yetkileri
7. Çalışmalar ve Raporlar
8. Kurumsal ve Kriminal Suistimal Sorumluluğu
9. Büro Elemanlarının Suç ve Cezalarının Arttırılması
10. Kurumsal Vergi Beyanı
11. Kurumsal Suistimal ve Sorumluluğu

Kaynak: Süer (2003)

[106] Aktan 2006
[107] **Arı** Mustafa (2008) **Kurumsal Yönetim ve Finansal Raporlamanın Güvenilirliği**, Eskişehir Osmangazi Üniversitesi, İİBF Dergisi

Bu kanun Menkul Kıymet ve Döviz Komisyonu (Securities and Exchange Commission - SEC)'na üye olan tüm firmaları kapsamı içine almaktadır. Kanun özetle şu şekildedir:[108]

Firmaya ilişkin mali tablolarının doğru olarak ve SEC' te yer alan veriler ile uyumlu olduğunu, üst düzey yöneticilerin ve mali birimlerde bulunan yöneticilerin garanti etmeleri zorunluluk haline getirilmiştir.

Firmaların iç yönetimlerini etkileyen bazı hükümleri kapsamaktadır. Buna göre**:**

- Üst düzey yöneticilere ve birim yöneticilerine belirlenmiş haller haricinde bireysel kredi verilebilmesi yasaklanmaktadır,
- Görevi yönetim kurulunu denetlemek olan komiteye özel yetki ve sorumluluklar verilmektedir.
- Şirketin yanlış uygulamalarıyla ilgili otoriteye bilgi veren görevlileri güvence altına almaktır.

➢ SEC 'i yeni bilgilendirme standartlarının oluşturulmasına yönlendirmektedir. Bu kuralların **(a)** bilanço dışı işlemler **(b)** pro-forma mali bilginin (genel olarak kabul görmüş muhasebe standartlarına uyumlu olan mali bilgi) sunumu **(c)** etik kurallar ve **(d)** iç kontrolü içermesi öngörülmüştür.

➢ Muhasebede yeni düzenlemeler getirmiştir. Bu bağlamda;

- Denetçilerin belirlediği tüm düzeltmeler şirketin mali tablolarında gösterilmelidir.
- Denetçi komitesi tarafından dış denetçilerin seçilmesi ve denetim yapılması esnasında özel denetim yetkisi kullanımı zorunlu olmuştur.
- Şirketin mali hesaplarını denetlemekle görevli denetim firması Amerikan kökenli olmasa dahi, yeni kurulmuş olan kamu kurumu gibi muhasebe gözetim kuruluna kayıt yaptırarak bu kuruluş tarafından yapılacak denetlemeye tabi olmak zorundadır.

➢ Verilen rapor ve mali tabloların yanlış olması durumunda, yargının engellenmesine, menkul değerlerde sahtekârlık yapılmasına, firmanın herhangi bir açık durumunu ortaya koyan yetkililere karşı

[108] **ERDÖNMEZ**, A.Pelin (2003) "Türkiye'de 2001 Yılındaki Mali Kriz Sonrasında Kurumsal Sektörde Yeniden Yapılandırma" Bankacılar Dergisi, Sayı 47, s 38

yapılabilecek müdahalelere büyük yaptırım ve cezalara sebep olmaktadır.

Avrupa Birliği (AB)'nde kurumsal sektörde yeniden yapılandırma yapılması amacıyla "Şirketler Kanunu" tekrar ele alınmış, kurumsal yönetimin geliştirilmesini içeren bir takım değişiklikler üzerinde çalışılmıştır. Avrupa Bakanlar Konseyi bu çalışmada Şirketler Hukuku Uzmanları Çalışma Grubu ile (High Level Group of Company Law Experts) devam etmektedir. ABD'de kabul edilmiş olan SOX Kanunu ile yürürlüğe girmiş olan düzenlemeler de göz önüne alınarak çalışmalarını devam ettiren Grup, 2002'de "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) isimli bir rapor hazırlamış ve Avrupa Komisyonu'na sunmuştur**.** Rapora cevaben Avrupa Komisyonu 2003 tarihinde "Eylem Planını (Action Plan) açıklamış Avrupa şirketler kanunu ve kurumsal yönetim hakkında niçin yenileme yapılması gerektiğini açıklamıştır. Hazırlanmış olan bu planda AB'de gelecekte meydana gelecek olaylar ile ilgili ana politika hedefleri belirtilerek, kısa dönem (2003-2005), orta dönem (2006-2008) ve uzun dönem (2009 ve sonrası) hedefler bulunmaktadır.

2.2.7. Kurumsal Yönetimde Kıta Avrupası Modeli

Dünyada oldukça yaygın olan diğer kurumsal yönetim sistemi de, esas olarak bankaların hâkimiyeti altında olan ve denetimin bankalar tarafından yapıldığı Kıta Avrupası sistemidir.

La Porta ve diğerleri çalışmasına göre, en eski ve en etkili hukuk sistemi olarak dünyada en yaygın şekilde kullanılan hukuk sistemi Kıta Avrupa, ya da Roma-Germen hukuk geleneğidir. Bu gelenek, Roma hukukundan kaynaklanmakta olup yasal düzenlemelerde yasaları temel araç olarak kullanmakta ve kuralları belirleyerek formülleştirmek için ağırlıklı biçimde hukuk otoritelerine dayanır. Kıta Avrupası hukukunun üç alt kolundan birisi olan Fransız Kıta Avrupası Hukukundaki Ticaret Kanunu 1807 de Napolyon zamanında yazılmış olup ordular tarafından İtalya, Belçika, Hollanda Polonya'nın bir kısmı, İtalya ve Almanya'nın batı kısımlarına ulaştırılmıştır. Sömürge dönemlerinde Fransız hukuku etkisini, yakın doğuda, kuzey ve Sahra altı Afrika'sına ve Karayip adalarına kadar genişletmiştir.

Bunun dışında Kıta Avrupası sisteminin Alman Kıta Avrupası ve İskandinav Kıta Avrupası olmak üzere iki kolu daha bulunmaktadır.[109]

Kıta Avrupası sistemi, anonim şirketlerin idaresinde ve faaliyetlerinde kar elde etme maksadı ve oluşan bu karı pay sahiplerine dağıtma hedefiyle beraber hissedar ve yöneticiler de dahil olmak üzere bütün paydaşların haklarını korumak, paydaşların talep ve beklentilerini karşılamak ve bu şekilde işletmenin paydaşları ile karşılıklı iletişiminin sağlanmasını ifade etmektedir.[110]

Kıta Avrupası şirketlerinde halka açıklık oranı ve hissedar sayısı Anglosakson şirketlerine göre daha alt seviyelerdedir. Hissedarlar ve şirket yöneticilerinin direkt ilişkilerine sık rastlanır. Hissedarların gücü fazladır. Hisse senetlerinin yoğunluğu fazladır ve büyük kısmı az sayıda hissedarın elinde toplanmıştır.[111]

Kıta Avrupa'sı sisteminde de genel kurulda gözetim kurulu üyeleri Anglosakson sistemdeki gibi, hissedarlarca seçilmektedir. Yürütme kurulunun üyeleri ve ücretleri de gözetim kurulu üyelerince belirlenmektedir. Bu sisteme göre bir kişinin hem gözetim hem de yürütme kurulu üyesi olma imkânı yoktur. Şirketin faaliyetlerine yönelik stratejik kararlar, yürütme kurulu tarafından verilir. Ayrıca yürütme kurulu, gözetim kurulunu şirketin performansı ve yönetim şekli, politikaları hakkında bilgilendirmekle görevlidir.

Ortaklık konusunda önemli bir etki yapacak olay ve kararları yürütme kurulu eş zamanlı olarak gözetim kuruluna bildirmekle yükümlüdür. Yürütme kurulunun faaliyetlerini kontrol eden gözetim kurulu üyelerinin, şirketin işleyişi hakkındaki bilgileri öğrenme ve gerektiğinde belgeleri inceleme hakkı bulunmaktadır. Yürütme kurulu, kıta Avrupa'sı sisteminde aldığı kararlarda gözetim kurulundan bağımsız bir şekilde hareket etmektedir. Firmanın yönetiminde gözetim kurulunun aktif bir rolü bulunmaz. Fakat bazı önemli kararlarda gözetim kurulunun onayının olması firmanın esas sözleşmesinde karara bağlanabilir. Aynı zamanda, genel kurul gözetim kurulunun kontrol faaliyetlerine bir destek ve tamamlayıcı olarak, kendi sorumluluğu altında ortaklığın hesaplarını incelemek amaçlı bir denetçi de atayabilmektedir.[112]

---

[109] Kula, a.g.e.2006:69
[110] Millstein, a.g.e,.s.27
[111] La Porta, R., De Silanes, L. F., Shejleir, A. ve Vishny, R. (1999**), "Investor Protection and Corporate Governance",** Journal of Financial Economics,:501-502
[112] Paslı, a.g.e., s.40.

Kıta Avrupası ülkelerinde ve Japonya'da şirketler çıkarları birçok grubun, çalışan, müşteri, yatırımcı, tedarikçi ve yöneticilerin çıkarları ile bağlı olan kurumlardır. Ancak bu çıkarların her grubun kendine özgü çıkarları ile belirlenmesi mümkün değildir. Alman ve Japon şirketlerinin uluslararası düzeyde kazandıkları başarının ana etmenlerinden biri bu şirketlerin kendilerine yüksek kalitede üretim girdileri temin eden tedarikçileri ile güven ilişkisi kurmayı odak noktası haline getirmeleridir. Üstelik bu şirketler diğer paydaşları danışma sürecine dahil etmekte ve onların isteklerini de göz önünde bulundurarak iyi ilişkiler geliştirmektedir.

Almanya ve Japonya insan sermayesi ve çalışanların şirket faaliyetlerine katılımına önem vermektedir. Bu ülkeler, insan sermayesi ve çalışan katılımını şirketin gelişimindeki önemli faktörlerden biri ve şirketin spesifik kaynakları olarak benimserler. Alman ve Japon sistemleri baskın pay sahipleri faaliyetleri ile karakterize edilebilir. Onların görevi, şirket verimliliğini yükseltirken bütün paydaşların çıkarlarını da birleştirmektir. Sonuç olarak şirketler sosyal ve toplumsal sorumlulukları olan sosyal kurumlar gibi anlaşılıyor. Şirketin kurumsal yönetim modelinin belirlenmesinde toplumun da çıkarları bulunmaktadır.[113]

Tablo 11: Kurumsal Yönetim Unsurları ve Sistemleri Arasındaki İlişkiler

UNSUR	ANGLOSAKSON SİSTEMİ	ALMAN SİSTEMİ	LATİN SİSTEMİ	JAPON SİSTEMİ
Yönelim	Piyasa Yönelimli	Ağ Yönelimli	Ağ Yönelimli	Ağ Yönelimli
Firma kavramı	Aracı Firma	Kurumsal Firma	Kurumsal Firma	Kurumsal Firma
Yönetim Kurulunun Yapısı	Tek Fonksiyonlu	İki Fonksiyonlu	İki Fonksiyonlu	İki Fonksiyonlu
Önemli Çikar Grupları	Hissedarlar	Bankalar, Çalışanlar	Holdingler, Hükümer, Aileler	Yerel Bankalar, Çalışanlar

[113] Ziolkowski, 2005:321

Menkul Kıymet Borsalarının Önem Derecesi	Yüksek	Orta Seviyede/ Yüksek	Orta Seviyede	Yüksek
Kontrol Mekanizmasının Etkinliği	Etkin	Etkin Değil	Etkin Değil	Etkin Değil
Sahiplik Yoğunluğu	Düşük	Orta Seviye/ Yüksek	Yüksek	Düşük/ Orta Seviyede
Performansa Dayalı Ödüllendirme Sistemi	Yüksek	Düşük	Orta Seviye	Düşük
Ekonomik İlişkilerin Süresi	Kısa Vadeli	Uzun Vadeli	Uzun Vadeli	Uzun Vadeli

Kaynak: Weimer ve Pape (1999: 153-154)

2.2.8. Anglosakson Kurumsal Yönetim Modeli

Kurumsal yönetim sistemlerinden dünyada oluşan sistemlerin ilki, sermaye piyasalarının daha derin ve gelişmiş olduğu Amerika ve İngiltere'de şekillenen Anglosakson Sistemi'dir. Bu sisteme göre kurumsal yönetimde hissedar esas alınmakta ve yönetimin pay sahiplerinin amaç ve çıkarlarına hizmet etmesi gerektiği savunulmaktadır.[114] Anglosakson sistemin şekillenmesinde piyasalar önemli görevler üstlenmekte ve yöneticiler alacakları kararlar için piyasanın baskısını hissetmektedir. Bu nedenlerden ötürü bu sistemin dayandığı ana unsur; yoğun

[114] Arcan Tuzcu "**İMKB-100 Şirketlerinin Kurumsal Yönetim Anlayışı"**, TOBB Ekonomi ve Teknoloji Üniversitesi Orta Anadolu İşletmecilik Kongresi: Kurumsal Yönetim: 1-14, Ankara, TOBB Üniversitesi, s.8.

rekabet ortamı ve piyasa şartlarının, firmanın yöneticilerini pay sahiplerinin çıkarları doğrultusunda hareket etmeye zorlayacağı üzerinedir.[115]

A.B.D. ve İngiltere'de şirketlerin halka açıklık oranı oldukça yüksektir, bu sebeple de hissedar sayısı fazla, hisse senedi yoğunluğu ise azdır.[116] Çok sayıda dağılmış hissedar yapısı sebebi ile yönetimde söz sahibi etkin hissedarlar bulunmaz. Finansal kurumlar yatırımcıların şirketle ilişkilerinde kullandıkları başlıca araçlardır. Direkt olarak şirketle temas halinde olmayan hissedarlar için, şirket faaliyetlerine ilişkin bilgi sahibi olabilmeleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ilkelerini son derece önemli hale getirmiştir. Bu modelde bankalar, şirket yönetimini yönlendiren bir etmen değil, yalnızca borç vererek finansman sağlayan birer araçtırlar. Anglo-Sakson kurumsal yönetim modeli, yönetim kurulu, şirket yöneticileri ve temsil sorunu üçgeninde şekillenmektedir. Kurumsal yönetim ile ilgili ilk düzenlemelerin yapıldığı bu modelde, düzenlemelerin ilki olan Cadbury Raporu'nda kurumsal yönetim "şirketin nasıl yönetileceğini ve denetleneceğini belirleyen sistem" olarak tanımlanmaktadır.[117] Bu tanımda da belirtildiği üzere bu sistem şirketin içyapısına ve karar verme süreçlerine odaklanmıştır.

Bu model işletme üst yönetimi ve hissedarlar arasındaki ilişkiler bütününe dayalıdır. Bu sistemde karlılık önemli bir faktör olduğundan yönetimin asıl hedefi hisse başına düşen karı arttırmaktır.[118]

Anglosakson sistem kurumsal yönetim anlayışının bir gereği olarak pay sahipleri yanında menfaat sahiplerinin de çıkarlarının firma yönetimi tarafından dikkate alınması gerekliliği belirtmektedir. Fakat ortaklığın vazgeçilmez ve öncelikli hedefi olarak hissedar değerinin en üst seviyeye çıkartılması konusuna odaklanılmaktadır.[119] Bu odak noktası, finansal yönetimin ilk amacı olan firma değerinin, yani hissedar değerinin maksimizasyonu amacı ile de tam olarak örtüşmektedir.[120]

---

[115] Ülgen, Mirze, a.g.e., s.435.
[116] Ooghe Hubert veTine De Langhe, T**he Anglo-American versus the Continental European corporate governance model:** empirical evidence of board composition in Belgium 2002,s438
[117] Doğan Mustafa, **Kurumsal Yönetim,** Siyasal Kitapevi, 2007, s. 84
[118] Tuzcu, a.g.e. 2003:4
[119] Economic Commision For Europe 2003, "**Corporate Governance in the ECE Region**", Economic Survey of Europe, S.110.
[120] Metin Kamil Ercan,"**Değere Dayalı İşletme Finansı Finansal Yönetim**", Ankara, Gazi Kitabevi,2005,s.11.

Büyük Britanya ve ABD ile birlikte, diğer İngilizce konuşulan ülkelerce geliştirilmiş olan kurumsal yönetim modelleri de Anglosakson Modeli içerisine dahil edilebilir. Mesela, Kanada, Yeni Zelenda, Singapur, Avusturya 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, innovasyon ve entelektüel sermayeye de öncelik tanımaktadırlar. [121]

Tablo 12: Kurumsal Yönetim Sistemleri ve Uygulandıkları Ülkeler

Kurumsal Yönetim Sistemi	Sistemin Uygulandığı Ülkeler
ANGLO SAKSON	ABD İngiltere Kanada Avustralya
ALMAN	Almanya Hollanda İsveç İsviçre Avusturya Danimarka Norveç Finlandiya
LATIN	Fransa İspanya İtalya

[121] Ziolkowski Richard, **A re-examination of corporate governance: concepts, models, theories and future directions,** Doktora Tezi, University of Canberra: Faculty of Business, Law & Information Sciences 2005:287

	Belçika
JAPON	Japonya

Kaynak: Öztürk ve Demirgüneş a. g.e.(2005: 121)

2.3. Türkiye' de Kurumsal Yönetime İlişkin Rapor ve Düzenlemeler

Türkiye'de mevcut firma yapılanmasının gelişmiş piyasalardaki örneklere göre bir takım farklı özelliklere sahip olduğu görülmektedir. Bu farklılığı doğuran unsurların başlıcaları şunlardır:

- Şirketlerin büyük çoğunluğunda yönetim kademesindeki aile bireylerinin fazlalığı
- Büyük grupların farklı sektörlerde yatay entegrasyona giderek piyasaya da hâkimiyet sağlamaları
- Halka açıklık oranının düşük düzeylerde gerçekleşmesi (2011 yılı itibari ile MKK-TÜYİD Borsa Trendleri Raporları verilerine göre ortalama % 26) [122]
- Toplam kaynaklar içerisinde öz sermayenin oranının oldukça düşük olması olarak sıralanabilir.

Yukarıda bahsedilen sebeplerden ötürü Kurumsal Yönetim uygulamalarının gelişme hızı ülkemizde, gelişmiş olan diğer piyasalara göre daha yavaş ilerlemektedir. Fakat günümüzde yabancı sermaye ihtiyacına olan artış paralelinde kurumsal yönetim uygulamalarına uyumda da pozitif gelişmelerin yaşanmasını sağlamaktadır.

2000 yılında Mc Kinsey danışmanlık şirketi tarafından yapılan araştırma olan "Gelişmekte olan piyasalarda Yatırımcı Anketi" nden elde edilen sonuçlara göre uluslararası yatırımcılar ülkemiz gibi gelişmekte olan ülkelerde yatırım yapma kriteri olarak

- Kurumsal yönetim ilkelerine olan uyumun düzeyi
- Raporlamanın şeffaflık seviyesi

[122] Merkezi Kayıt Kuruluşu- Türkiye Yatırımcı İlişkileri Derneği, **Borsa Trendleri Raporu** 2011.

- Şirket yönetimi ve aile yönetimi arasındaki farkın belirgin olması gibi kriterleri kullandığı görülmüştür.[123]

Başka bir tanımlamaya göre; kurumsal yönetim, en geniş anlamı ile kişilerin bir hedefe varmak amacıyla kurduğu herhangi bir kurumun yönetiminin düzenlenmesidir.[124]

Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği'nin ve Dünya Bankası'nın kurumsal yönetim tanımı birbiri ile paralel tanımlardır.

Bu tanımlamalara göre; kurumsal yönetim şirketlerin insan kaynakları ve sermayeyi cezp etmesine, hedeflerine ulaşmasına, performanslarını etkin göstermesine, toplumsal beklenti ve hukuksal zorunlulukları yerine getirmesine ilişkin, her türlü yönetmelik, kanun ve gönüllü özel sektör uygulamalarını kapsamı içerisine almaktadır.[125]

Kurumsal yönetim hakkında tüm dünyada birçok çalışma yapılmış ve bu konuda çalışmalar devam etmektedir. Yapılan çalışmalar, tüm ülkelerde geçerli olabilecek tek bir kurumsal yönetim modelinin mümkün olamayacağını göstermiştir. Kurumsal yönetim modelleri araştırıldığında gerçek amacın, tüm paydaşlara güven verilerek gerek yönetim ve gerekse denetim süreçlerinin şeffaf, tutarlı, görünür ve hesap verebilir olmasının sağlanması olduğu anlaşılmaktadır. Buna göre yapılacak model ülkenin kendi dinamiklerini de göz önünde bulundurmalıdır.

1999 yılında OECD tarafından kurumsal yönetim ilkelerinin yayınlamasının ardından Türkiye'de küresel ve çok uluslu şirketlerle uyumu sağlamak için uygulanması adeta zorunluluk haline gelmiştir. Bu ihtiyaç doğrultusunda, Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) Temmuz 2003'te ilk olarak kurumsal yönetim ilkelerini yayınlamıştır. 2005 yılı Şubat' ında da yeni ekleme ve düzeltmeler yaparak OECD kurumsal yönetim ilkelerini ve bunula birlikte ülkemizdeki yasal ve ekonomik özellikleri de göz önünde bulundurarak kurumsal yönetim ilkelerini yayınlamıştır. SPK ve OECD tarafından yayınlanan kurumsal yönetim ilkeleri temelde benzer olsa da içerik olarak farklılıklar bulunmaktadır. OECD kurumsal yönetim ilkeleri ana iki kıstas ve 12 bölümden oluşurken, SPK tarafından yayınlanan kurumsal yönetim ilkeleri 4 kıstas ve 27 kategoriden oluşmaktadır.

---

[123] Hande Cuhruk, Atınç Özkan," **Equity Research Turkey Special Report**" Equity. Vol 9,2004, s. 3-15.
[124]TÜSİAD 2002:9
[125] Kayacan, 2006:46; TKYD ve Deloitte, 2007:4

İki kurum tarafından yayınlanan kurumsal yönetim ilkeleri büyük oranda birbirleri ile benzeşmektedir. OECD kurumsal yönetim ilkelerinde "etkin kurumsal yönetim çerçevesinin oluşturulmasını" konu alırken, SPK kurumsal yönetim ilkelerinde buna ilaveten "menfaat sahipleri" kavramı üzerinde durmuştur.[126]

İlkeler ilk olarak halka arz edilmiş olan anonim kuruluşlar için hazırlanmıştır. Fakat bu ilkelerin özel sektörde ya da kamuda faaliyet içinde bulunan diğer kuruluşlar ve anonim şirketlerce de uygulama alanı bulabileceği varsayılmıştır. SPK tarafından yapılan düzenlemeler ile kurumsal yönetim ilkelerini değerlendiren derecelendirme kuruluşları bu ilkelere uyum durumunu saptamaktadır. İlkeler, mevcut düzenlemeler için herhangi bir ayrıcalıklı durum oluşturmasa da mevcut düzenlemelerin üzerinde ölçütlerden oluşmaktadır. Bu ilkelerin hazırlanış amacı hali hazırda kurumsal yönetim konusundaki mevzuat ve uygulama eksiklerini gidermek ve bu konudaki boşluğu doldurmak içindir. Bu nedenle ilkeler, ileride mevzuat ile ilgili konularda yapılabilecek düzenlemelerde örnek olma niteliğindedir. Bu ilkeler; kamuyu aydınlatma, pay sahipleri ve şeffaflık, yönetim kurulu menfaat sahipleri, olmak üzere dört temel esastan meydana gelmektedir.[127]

İlk olarak, pay sahiplerinin bilgi alabilme ve inceleme, genel kurula katılım, kar payı alma, azınlık ve oy kullanma haklarına ayrıntılı olarak yer verilmektedir. Bunun yanında pay sahipliğine ilişkin verilerin doğru ve tutarlı olarak takip edilmesi, payların serbestçe devredilmesi ve satışı konuları ile pay sahiplerine karşı eşit işlem ilkesi dikkate alınmıştır.

İkinci bölümde, firmaların pay sahiplerine ilişkin bilgilendirme politikası hakkında kurallar koymaları ve bu kurallar çerçevesinde kamuyu bilgilendirmelerine yönelik prensipler belirlenmiştir.

Üçüncü bölüm ise esas olarak menfaat sahipleri hakkındadır. Firma ile ilgili pay sahipleri menfaat sahipleri, çalışanları, müşterileri, alacaklıları, sendikaları, tedarikçileri, çeşitli sivil toplum kuruluşlarını, şirkete yatırım yapma olasılığı bulunan potansiyel sermaye sahiplerini ve devleti kapsamaktadır. Bu bölümde menfaat sahipleri ile işletme arasındaki ilişkiler bütününün düzenlenmesi ile ilgili konuları içermektedir.

Dördüncü bölüm, yönetim kurulunun sorumluluk ve görevleri, oluşumu ve yönetim kuruluna verilen mali imkanlar, yönetim kurulunun faaliyetleri, bu

[126] Kurt ve Kayacan, 2005:36
[127] SPK, 2005:4

faaliyetlerde yardımcı olmak üzere kurulması gereken komiteler ve yöneticilere ilişkin esaslardan oluşmaktadır.[128]

Ülkemizde 12.07.2007 tarih ve 26580 numaralı resmi gazetede yayımlanan "Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti Ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği" ile Sermaye piyasası kurulu tarafından belirlenen niteliklere sahip firmalar Türkiye'de Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum derecelendirmesi yapmaya yetkili kılınmışlardır.

Şu an itibari ile faaliyet iznine sahip beş firma derecelendirme şirketi bulunmaktadır. Bunlar

1. TCR Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme A.Ş
2. Kobirate Uluslararası Kredi Derecelendirme ve Kurumsal Yönetim Hizmetleri A.Ş.
3. Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş.
4. RiskMetrics Group Inc.
5. JCR Avrasya Derecelendirme A.Ş.

Firmanın kurumsal yönetim derecelendirme uyum notu Derecelendirme şirketleri tarafından Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum dereceleri farklı metodolojilerle incelenerek belirlenmektedir.

Tablo 13: Kurumsal Yönetim Endeksi'ne giriş notu veren derecelendirme şirketi başına düşen şirket sayısı.

Derecelendirme Şirketi	**2017**
Saha Derecelendirme A.Ş.	34
Kobirate Derecelendirme A.Ş.	11
JCR Eurasia Rating	5
Toplam	**50**

Sermaye piyasasında derecelendirme faaliyeti ve derecelendirme kuruluşlarına ilişkin esaslar tebliği[129] ne göre Kurumsal yönetim ilkelerine uyum

[128] SPK, 2005:5

derecelendirmesinde bir bütün olarak tüm ilkelere uyum ile hisse sahipleri, menfaat sahipleri ile yönetim kurulu, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ana bölümleri itibarıyla ayrı ayrı olmak üzere bu dört başlıkta 1 ile 10 arasında derece notu verilir.

Tüm ilkelere uyum sağlanması ve her bir bölüm için verilen puan, 1 (bir) en düşük profili, 10 (on) en yüksek profili temsil edecek şekilde değerlendirilir. Her bir başlık için verilen notlar ayrı ayrı kamuya ilan edilir. Nihai notun oluşturulması aşamasında ağırlıklı ortalama yöntemi kullanılmaktadır. Buna göre

Tablo 14: Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim İndeks Skorlarının Başlıkları

Bölüm	Katsayı
Pay Sahiplerine ilişkin not	0,25
Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık Notu	0,35
Menfaat Sahipleri notu	0,15
Yönetim Kurulu ve Yöneticiler notu	0,25

Şeklinde ağırlıklandırılarak firmanın kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesi notu oluşturulmaktadır.

Elde edilen notların anlamı ise şu şekildedir.[130]

- **< 4**

Şirket SPK Kurumsal Yönetim İlkelerine uyum sağlayamamış ve gerekli önlem politikalar çok zayıftır. Yönetim mekanizmaları ve İç kontrol gerekli biçimde oluşturulmamıştır. Önemli kurumsal yönetim riskleri mevcuttur bu riskler gerekli biçimde yönetilememektedir. Kurumsal yönetim ilkelerine karşı duyarlılık yoktur. Pay sahipleri, şeffaflık, kamuyu aydınlatma, yönetim kurulu ve menfaat sahipleri konularının tümünde önemli zaaf ve eksiklikler mevcuttur. Yatırımcı güveni kaybedilebilir ve maddi kayıplar oluşabilir.

- **4 – 5**

Şirket SPK kurumsal yönetim ilkeleri için gerekli olan asgari uyum seviyesini sağlamış ve gerekli önlem ve politikaların bir kısmını standartların daha altında bir seviyede uygulamayabilmiştir. Yönetim ve İç kontrol sistemleri, gerekli asgari seviyede oluşturulmuş, ancak gerekli olan tam etkin bir biçimde

[129] SPK, Seri: VIII, No:40. Sermaye piyasasında derecelendirme faaliyeti ve derecelendirme kuruluşlarına ilişkin esaslar tebliği
[130] **Kurumsal Yönetim Derecelendirme,** (Çevrimiçi) http://www.saharating.com, 5.12.2017.

işletilememiştir. Kurumsal yönetime ilişkin riskler tam olarak belirlenememiş ve aktif bir biçimde yönetilmemektedir. Pay sahipleri, şeffaflık, kamuyu aydınlatma, yönetim kurulu ve menfaat sahipleri alanlarının bazılarında veya tümünde önemli iyileştirmeler yapılması gereklidir.

- **6**

Şirket SPK kurumsal yönetim ilkelerine orta seviyede uyum göstererek gerekli olan önlem ve politikaların belirli bir kısmını uygulamaya alabilmiştir. İç kontrol sistemleri ve yönetim orta seviyelerde oluşturulabilmiş ve bu konuda çeşitli iyileştirmelere ihtiyaç vardır. Kurumsal yönetime ilişkin risklerin bir kısmı belirlenmiş ve aktif bir biçimde yönetilmektedir. İMKB kurumsal yönetim endeksine dâhil edilmeyi hak etmiş ve ulusal standartlara uyum sağlanmıştır ancak uluslararası piyasalarda bu standartların gerisinde kalınabilir. Hisse sahipleri, şeffaflık ve kamuyu aydınlatma, yönetim kurulu ve menfaat sahipleri konularında bazı iyileştirmeler yapılması gereklidir.

- **7 - 8**

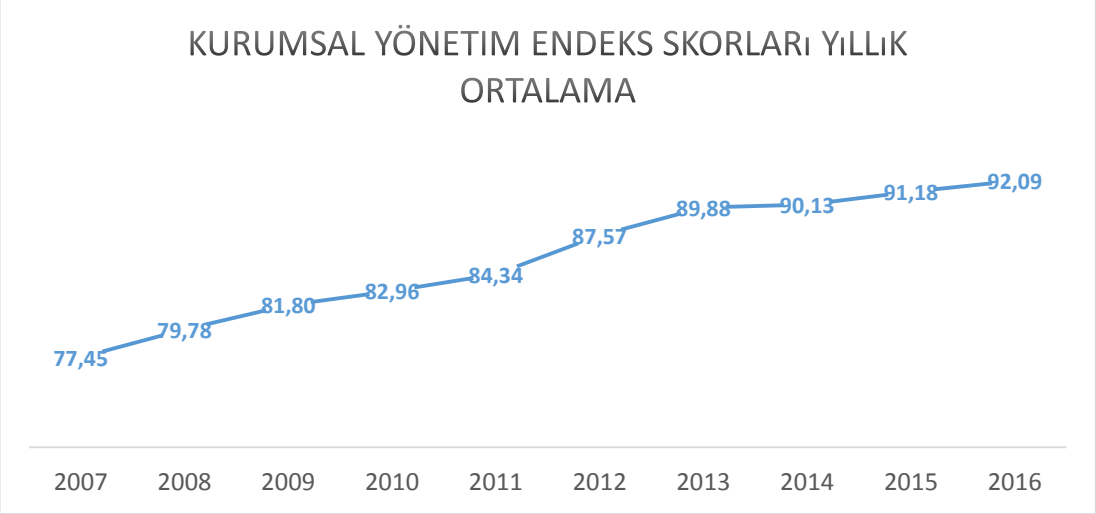
Şirket SPK tarafından belirlenmiş olan kurumsal yönetim ilkelerine büyük oranda uyum sağlayarak bu konuda gerekli önlem ve politikaları uygulamaya almıştır. Yönetim ve İç kontrol sistemleri, bir kısım iyileştirmelere gerek duyulsa bile düzenli bir biçimde oluşturulmuş ve çalışmaktadır. Kurumsal yönetime ilişkin risklerin büyük kısmı belirlenerek iyi bir biçimde yönetilmektedir. Menfaat ve pay sahiplerine ilişkin haklar adaletli bir biçimde gözetilmektedir; Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık faaliyetleri ileri seviyededir ve yönetim kurulu işleyiş ve yapısı sağlam temellere sahiptir. Çok büyük riskler taşımamasına rağmen, bu alanların biri veya birkaçında çeşitli iyileştirmeler yapılması gereklidir. İMKB kurumsal yönetim endeksi ’ne üst düzeyde dâhil edilmeyi hak etmiştir.

- **9 - 10**

Kuruluş SPK kurumsal yönetim ilkelerine çok büyük oranda uyum sağlamakla beraber aynı zamanda tüm politika ve gerekli önlemleri uygulamaktadır. Yönetim ve iç kontrol mekanizmaları etkin bir şekilde kurulmuş ve düzenli olarak çalışmaktadır. Kurumsal yönetim ile alakalı bütün riskler tespit edilerek aktif olarak yönetilmektedir. Menfaat ve pay sahiplerinin hakları eşit olarak gözetilmektedir; şeffaflık ve kamuyu aydınlatma üst seviyelerdedir. Yönetim kurulu işleyiş ve yapısı en iyi uygulama kategorisindedir. Bu alanlara ilişkin neredeyse

hiçbir zayıf nokta bulunmamaktadır. İMKB kurumsal yönetim endeksi 'ne en üst seviyede dâhil edilmeyi hak etmiştir.

Şekil 4: Kurumsal Yönetim Endeks Skorları Yıllık Ortalamalar



İlk olarak 2007 yılında açılan kurumsal yönetim endeks değerleri o yıl ortalama 77,45 iken yıllar itibarı ile artarak en son 2016 yılında ortama değer 92,09 seviyelerine yükselmiştir. Değerler yıllar itibari artış göstermeye devam etmiştir.

Borsa İstanbul, Kurumsal yönetim endeksine dahil olan firmalardan, banka ve futbol takımları hariç diğer firmaların endeksi ilk dahil oldukları tarihte aldıkları skorlar ile 2016 ya da 2017 yılında açıklanmış olan son skorlarına ilişkin tablo aşağıdaki gibidir. İlgili tabloda 28 firma yer almaktadır.

Tablo 15: Kurumsal Yönetim Endeksi Skorları

Firma	Tarih	İlk Skor	Son Skor 16-17
ANADOLU EFES	2008	80,96	95,77
ARÇELİK	2009	82,09	95,23
ASELSAN	2012	87,73	91,51
AYGAZ	2010	84,61	93,64
COCA COLA	2009	83,04	94,52
DOĞUŞ OTOMOTİV	2011	77,05	95,1
DOĞAN	2009	82,64	93,98
ENKA	2012	91,59	91,75
HÜRRİYET	2007	79,67	91,27
İHLAS EV ALETLERİ	2010	71,2	81,99

İHLAS HOLDİNG	2010	77,1	81,45
LOGO	2009	80,53	91,24
OTOKAR	2008	79,4	93,32
PETKİM	2009	77,13	90,3
PINAR ENTEGRE	2012	87,73	92,64
PEGASUS	2013	81,3	92,5
PINAR SU	2013	93,41	94,6
PINAR SÜT	2011	83,43	92,37
TÜRK PRYSMİAN	2009	77,58	90,92
PARK ELEKTRİK	2010	86,45	90,79
TAV	2009	83,34	96,17
TOFAŞ	2007	75,72	91,38
TURCAS PETROL	2010	75,2	94,86
TÜRK TELEKOMİNASYON	2009	80,11	90,24
TÜRK TRAKTÖR	2007	75,17	92,13
TÜPRAŞ	2007	79,12	94,67
VESTEL	2007	75,91	94,86
YAZICILAR HOLDİNG	2010	80,44	91,88

Kaynak: http://www.tkyd.org/tr/tkyd-kurumsal-yonetim-komisyonlar-calisma-gruplari-sermaye-piyasasi-calisma-grubu-ve-bist-kurumsal-yonetim-endeksi.html

Tabloda görüldüğü üzere endekse giriş tarihleri farklı farklı olsa da açıklanan değerlere göre tüm firmalar yıllar itibarı ile kurumsal yönetim skorlarını arttırmıştır, ilgili tabloda yer alan 28 kuruluşa ait ilan edilen skorlarda ortalama artış oranı % 14 seviyelerindedir.

2.3.1. Bankacılık Mevzuatında Bulunan Kurumsal Yönetim İlkelerine İlişkin Hükümler

Bankalar, para ve sermaye piyasalarının ve dolayısıyla ülke ekonomisinin en önemli kurumlarının başında gelmektedir. Bankalar, başta ticari işletmelerin faaliyet ve yatırımlarının finansmanının sağlanması, ödeme sistemlerinin gerçekleştirilmesi, temel finansal hizmetlerin verilmesi gibi ekonomik işlemlerin yapılmasında önemli bir

görev sahibidir. Bankalar bu faaliyetlerini yaparken gerek duydukları finansmanı hem ülke içi kaynaklardan hem de uluslararası kaynaklardan sağlamaktadır.[131]

Basel Bankacılık Denetim Komitesi, OECD ilkelerinin bankalar adına taşımış olduğu önemi göstermek, önceden yayımladığı belgelerde konu olan kurumsal yönetim konusuna dikkat çekmek için bir çalışma ortaya koymuştur. Bu çalışmada bankalar ve denetim otoritelerine kurumsal yönetim konusunda bazı yeni başlıkların aktarılması hedeflenmiştir. Bu çalışma 1999 yılı Eylül ayında "Bankalarda Kurumsal Yönetimin Güçlendirilmesi" başlığı ile yayınlanmıştır.

Basel Komitesi'ne göre üst yönetim ve yönetim kurulu, kurumsal yönetimin etkinliğinin gerçek sorumlularıdır. Ayrıca bankacılık sektöründeki denetim otoriteleri de rehberlik sağlama ve aynı zamanda kurumsal yönetime ilişkin uygulamaların değerlendirmesinde oldukça önemli bir role sahiptir. Bunların yanında etkin bir kurumsal yönetime teşvik edebilecek birçok çok kurum, kuruluş ve kişi bulunmaktadır.[132]

- Mevduat sahipleri ve müşteriler: İyi yönetilmeyen ve bu sebeple düşük kazançlar sağlayan bankalarla çalışmayarak, bu kuruluşları cezalandırma yolunu seçecektir.

- Pay sahipleri: Pay sahipliği hakkında sahip olabileceği hakları öğrenmesi ve bu konuda bilgi sahibi olması ayrıca haklarını etkili bir şekilde koruması.

- Kredi derecelendirme kuruluşları: Bu kuruluşlar bankanın risk profili üzerinde kurumsal yönetim uygulamalarının etkinliğini değerlendirmektedir.

- Risk danışmalık firmaları: Bankaların kurumsal yönetim uygulamalarını sağlam ve gerçekçi bir şekilde yerine getirmelerine yardımcı olmaktadır.

- Bankacılık birlikleri: Endüstri ilkelerinin oluşturularak, sağlam bir uygulama sisteminin belirlenip yayımlanmasında öncülük sağlar.

- Denetçiler: Yapılan denetimlerin ve kullanılan denetim standartlarının sağlam, güvenilir ve kaliteli olmasını sağlayıp aynı zamanda denetim grubu ve üst yönetimin iletişim halinde olmasını sağlar.

---

[131] Türkiye Bankalar Birliği, **"Bankalarda Kurumsal Yönetim: Basel Bankacılık Gözetim Komitesi"**, Eylül 1999, http://www.tbb.org.tr/turkce/basle/kurumsal.doc, Mayıs 2008, s. 4.
[132] 1 Basel Bankacılık Denetim Komitesi,s. 102.

- Hükümetler: Kanunlar, yasalar, düzenlemeler, bu hukuki süreçlere uyum, uygulanma ve etkin bir hukuki çerçeve oluşturulmasına yardımcı olur.

- Çalışanlar: Yasa ve etik kurallara mevcut uygulamalara ilişkin kaygılarını veya kurumsal yönetimde gösterilebilecek zafiyetlere dair diğer kaygı ve endişelerini ilgili birimlere iletirler.

- Sermaye piyasalarını düzenleyici kuruluşlar ve kendi kendini düzenleyen diğer kuruluşlar: Kamuya açıklamada bulunma ve kote olma şartları ile destek olurlar.

Kurumsal yönetime ilişkin ülkemizde Türkiye Bankalar Birliği tarafından oluşturulan "Bankacılıkta Etik Prensipler" başlıklı çalışma ve Sermaye Piyasası Kurulu tarafından hazırlamış, 2003 yılı Temmuz ayında yayımlanmış "Kurumsal Yönetim İlkeleri" başlıklı belgeler bulunmaktadır.

Yurt içi ve yurt dışı yatırım faaliyetleri artış gösteren firmalar, güvenilir finansman kuruluşları ile çalışmayı tercih etmektedir. Bu şirketlerin yatırım faaliyetlerine finansman sağlanmasında önemli bir görev üstlenen bankaların şirketler açısından güvenilir olmaları, kendi içyapılarında da kurumsal yönetim işlevlerinin tümünü yerine getirmiş olmalarını gerektirir. Bankalardaki mevcut kurumsal yönetim sistemi, bankanın kurumsal beklenti ve hedeflerinin oluşturulmasına, tüm paydaşların haklarının korunmasına, rutin fonksiyonel işlemlerin sürdürülmesine yönelik yapılan uygulamaları ve bankaların kaliteli ve verimli faaliyet gösterilebilmesini sağlayan düzenlenme ve süreçleri etkilemektedir.[133]

Ekonominin en önemli unsurlarında biriside bankalardır. Bankalar, temel finans hizmetlerinin sağlanması, ticari işletmelere finansman desteği ve ödeme sistemlerine erişimin sağlanması gibi pek çok görevi yerine getirmektedir. Ayrıca, birçok bankadan zorlu piyasa koşullarında likitide ve kredi bulmaları beklenmektedir. Ulusal ekonomilerde bankaların önemi ifade edilirken şu ifade temel alınmaktadır; bankacılık neredeyse uluslararası düzenlemelere ve denetimlere tabi bir endüstri koluna dönüşmüştür. Bankalar belirlenmiş olan bazı konularda hükümetlerin

[133] Akın Adnan ve Aslanoğlu Suphi, (2007), **İşlevsel ve Yapısal Açıdan Türk Bankacılık Sisteminde Kurumsal Yönetim İşleyişi,** Bankacılar Dergisi Sayı 61, s. 2.

güvenlik ağına erişim olanağına sahiptir. Bu gibi nedenlerden ötürü bankalarda oturmuş yapıya sahip güçlü bir kurumsal yönetim büyük önem taşır.[134]

Bankacılık sektörüne ilişkin kurumsal yönetim düzenlemeleri ile bankaların faaliyetleri sebebi ile meydana gelen risklerin belirli seviyelere ulaştırılması hedeflenmektedir. Bankacılık sektöründe meydana gelen krizlerin sebepleri araştırıldığında, bankalardaki kötü yönetimin önemli bir pay sahibi olduğu görülmektedir. Bu sektörde yaşanacak sorunlardan oldukça geniş bir menfaat grubu etkilenmektedir. Bu sebeple, bankaya mevduatlarını yatırarak kaynak sağlayan mudilerin, bankanın finansman ihtiyacını karşılayan yurtiçi ve yurtdışı finansman kurumlarının ayrıca halka arz edilmiş bankaların hisse senetlerini satın alarak bankaya kaynak sağlayan pay sahiplerine ait hakların korunması büyük önem arz etmektedir.[135]

Bankacılık sektöründe kurumsal yönetim, üst düzey yöneticiler ve bankaların yönetim kurulunca yapılan faaliyetleri ifade eder. Basel Komitesi tarafından kurumsal yönetime ilişkin olarak yayımlanan; "Faiz Riski Yönetimine İlişkin Prensipler" (1997 Eylül), "Bankalarda İç Kontrol Sistemlerine İlişkin Prensipler" (1998 Eylül), "Banka Şeffaflığının Artırılması" (1998 Eylül) ve "Kredi Riski Yönetimine İlişkin Prensipler" (1999 Haziran) belgelerde ortaklar ve çıkar sahipleri haklarının korunması ve etkin kurumsal yönetime ilişkin temel yöntem ve stratejiler aşağıdaki başlıklardan meydana gelmektedir.[136]

- Kurumsal değerler, etik ilkeler, tüm diğer doğru davranış standartları ve bu standartlarla uyum sağlamış bir sistem,
- Yetki ve sorumluluklar ile karar alma otoritelerinin açık ve net olarak belirlenmesi, yönetim kurulu seviyesine kadar alınacak onaylar için gerekli hiyerarşik yapının kurulması,
- Kurumun başarısının ve bu başarıya bireysel olarak katılımın ölçülebileceği açık bir şekilde tanımlanmış kurumsal strateji,

[134] Basel Bankacılık Gözetim Komitesi, "**Bankalarda Kurumsal Yönetim",** Türkiye Bankalar Birliği Bankacılık ve Araştırma Grubu, Eylül 1999, s.4.
[135] Akın ve Aslanoğlu A.g.e.., s. 5.
[136] Türkiye Bankalar Birliği, **"IMF'nin Tavsiye Ettiği Uluslararası Standartlar"**, Kasım 2000, http://www.tbb.org.tr/turkce/arastirmalar/uluslar_arasi_standartlar.doc, Temmuz 2008, s. 35-36.

- Üst düzey yöneticiler ile yönetim kurulu ve denetçiler arasında etkileşim ve işbirliği sağlanabilmesi için gerekli mekanizmanın yapılandırılması,
- Üst düzey yöneticiler, bölüm yöneticilerinin çalışanlara uygun biçimde davranmaları ve çalışmalarını motive etmek amacıyla terfi, hizmet tazminatı vb. çeşitli idari ve finansal ve teşvik sisteminin oluşturulması,
- Çıkar çatışmalarının devreye gireceği durumlara ilişkin risklerin belirlenmesi (bankaya ait yan kuruluşlar, büyük ortaklar ya da bankada önemli pozisyonlarda bulunan personel ile ilişkiler, üst düzey yöneticiler dahil olmak üzere),
- Kamuoyuna ve kurum içinde yeterli ve doğru bilgi akışının sağlanması.

5411 Sayılı Bankacılık Kanununun[137] (BK) üçüncü kısmında kurumsal yönetim konusu "Kurumsal Yönetim" başlığı altında ayrıntılı bir biçimde düzenlenmiştir. Söz konusu başlık 4 kısımdan oluşmaktadır. Bunlar

1. Yönetim (kurumsal yönetim ilkeleri, yöneticileri denetim komitesi yönetim kurulu,)
2. İç sistemler (iç kontrol, iç denetim ve risk yönetimi,)
3. Yetkili kuruluşlar (bağımsız denetim kuruluşları, derecelendirme ve değerleme kuruluşları, destek hizmeti kuruluşları)
4. Finansal raporlamadır.

Bankacılık Kanununun "Kurumsal Yönetim İlkeleri" başlıklı 22 numaralı maddesinde, kurumsal yönetim ile ilgili yapı ve süreçler ve bu konulara ilişkin ilkelerin SPK ve kuruluş birliklerinin de görüşüne başvurularak Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu (BDDK) tarafınca belirleneceği bildirilmiştir. Aynı kanunun "Değerleme ve Derecelendirme Kuruluşları" başlıklı 34 numaralı maddesinde BK ve BK' na ilişkin çıkarılan düzenlemeler tarafından varsayımların derecelendirmelerin BDDK tarafından tespit edilecek usûl ve esaslar bağlamında derecelendirme kuruluşlarına yaptırılması kararlaştırılmıştır. "Yerinde Denetim ve Gözetim" başlıklı 95. maddesinde ise şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerine uyum seviyelerinin gözetim, tahlil ve ölçümlenmesinin BDDK tarafından yapılacağı kararlaştırılmıştır.

[137] 5411 Sayılı Bankacılık Kanunu (01.11.2005 tarih, 25983 sayılı (Mükerrer) **T.C. Resmi Gazete**).

Bankacılık Kanunu'na göre, bankalardaki yönetim kurulu minumum beş kişiden oluşmalıdır. Yönetim kurulu faaliyette görev alan ve almayan üyelerden oluşmalıdır. Yönetim kurulunda icra görevi bulunan üye, kendine bağlı olan ve icra özelliği bulunan bir birimde yönetim kurulu üyesi olarak tanımlanmaktadır.

Bankaların icra görevini yöneten Genel Müdür, İcra Kurulu Başkanı (CEO) adıyla ayrıca Bankacılık Kanunu'nda belirlenmiş maddelerce yönetim kurulunun bir üyesi olarak görev yapmaktadır. Fakat yönetim kurulu başkanını kurul üyelerinin seçmesi gerekmektedir. Kurul başkanı ve İcra Kurulu başkanının farklı kişiler olması gerekmektedir.

Gün geçtikçe yönetim kurulunda bağımsız üyelerin bulunması gerektiği kanısı daha çok kabul görmektedir. Bağımsız üyeler tarafından sağlanacak bağımsızlık koşullarının ne şekilde yerine getirileceği hakkında birbirinden farklı yaklaşımlar bulunmaktadır. Fakat ana yaklaşım yönetim kurulunda görevli bağımsız üyelerin banka ile herhangi bir bağlantısının olmaması gerektiği yönündedir. Bu üyelerin görevlerini yaparken hissedarlara karşı sorumlu ve etki altında kalmadan çalışmaları beklenir.[138]

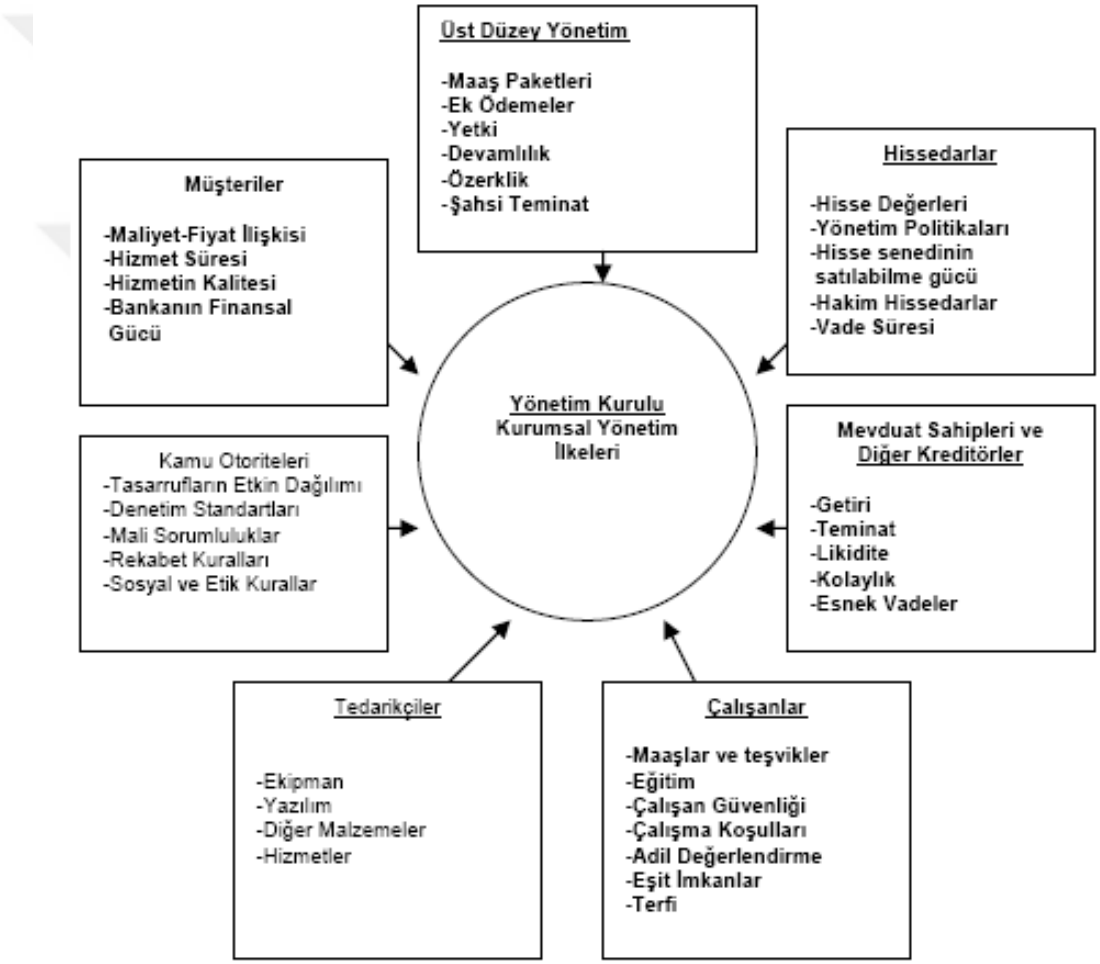
Bankalarda özel çalışma komitelerinin yapılandırılması bazı ülkelerde faydalı bulunmaktadır. Bu komiteler aşağıda sıralanmıştır.[139]

- Atamalardan sorumlu komite: Yönetim kurulunun faaliyetlerinin değerlendirilmesi ve yönetim kurulunda bulunan üyelerin görev değişimi ayrıca yapılacak değişikliklerin yönetiminden sorumlu olan komitedir.
- Risk yönetimi komitesi: Bankanın piyasa riski, faaliyet riski, kredi riski, yasal riski ve bunun gibi mevcut diğer risklerin kontrol ve yönetiminden sorumlu üst düzey yönetimin gözetimiyle görevlidir. Bankanın taşımış olduğu riskler ve risk yönetimine ilişkin sürdürülen faaliyetlerle ilgili üst düzey yönetimden düzenli olarak bilgi alınması gerekir.
- Ücretlerden sorumlu komite: Bankada bulunan üst düzeydeki yönetici ve diğer yönetim pozisyonundaki personellerin ücret ve özlük haklarının kontrol ve gözetimi ile sorumludur. Personellere yapılacak olan ödemelerin bankanın kendi amaç, kültür, denetim yapısı ve stratejisi ile uyumlu olması gerekmektedir.
- Denetim komitesi: Bu komitenin başlıca görevleri arasında, bağımsız denetçilerin ve banka müfettişlerinin gözetimi, atamaları ve gerekli durumlarda işten

[138] Tuna Kadir**, "Basel II Çerçevesinde Bankalarda Kurumsal Yönetim ve Türk Bankacılık Sektörünün Analizi",** http://www.iubam.org/bky.pdf., Ocak 2008.
[139] Basel Bankacılık Gözetim Komitesi, s. 8.

çıkarılmalarının onayı yer alır. Yapılan denetimlerin kapsamı ve ne sıklıkta yapıldığının incelenmesi ve onaylanması yer alır. Denetim raporlarının alınarak tespit edilecek denetim zayıflıklarına, politika, yasa ve düzenlemelerle uyumlu olmayan konu ve denetçiler tarafından tespit edilen diğer problemlere ilişkin banka yönetiminin hangi yenileyici ve düzeltici tedbirlerin alınacağının belirlenmesi bulunmaktadır. Denetim komitesi bankacılık ve finans alanlarında tecrübeli bağımsız kurul üyelerinden oluşursa komitenin bağımsızlığı artacaktır.

Tablo 16: Bankalarda Kurumsal Yönetimde Paydaşların Beklentileri



Kaynak: Kadir Tuna, "Basel II Çerçevesinde Bankalarda Kurumsal Yönetim ve Türk Bankacılık Sektörünün Analizi", http://www.iubam.org/bky.pdf., Ocak 2008

BDDK tarafından hazırlanan "Bankaların Kurumsal Yönetim İlkelerine İlişkin Yönetmelik"[140] 01.11.2006 tarihili Resmi Gazete' de yayımlanmış ve yürürlüğe girmiştir. Bu yönetmeliğe göre kurumsal yönetim; banka üst yönetiminin bankayı, daha önceden belirlenmiş olan hedefler, BK ve kanuna istinaden çıkarılmış olan düzenlemeler ile ilgili diğer mevzuat, banka içi düzenlemeler ve esas sözleşme ile bankacılık ahlaki kuralları kapsamında, tüm menfaat ve paydaşlar ile tasarruf sahiplerinin menfaat ve haklarını koruyacak biçimde yönetmesi şeklinde tanımlanmıştır.

Bankalar için hazırlanan kurumsal yönetim ilkeleri bu yönetmeliğin ekinde yer almaktadır. BDDK 7 adet kurumsal yönetim ilkesi belirlemiş ve tüm ilkeler için bunların altında uyulması gereken prensipleri düzenlemiştir. Bankaların kurumsal yönetim ilkeleri aşağıda yer almaktadır.

İlke 1- Banka tarafından stratejik hedefler ve kurumsal değerler oluşturulmalıdır.
İlke 2- Banka içerisinde uyulması gereken sorumluluk ve yetkiler açık ve anlaşılır bir biçimde belirlenerek uygulanmalıdır.
İlke 3- Tüm görevlerini aktif ve etkin bir biçimde yerine getirecek özelliklere sahip ve kurumsal yönetimde üstlendiği rolün bilincinde olacak kişiler yönetim kurulu üyesi olarak belirlenmeli ve bankaya ilişkin faaliyetler hakkında bağımsız olarak değerlendirme yapabilmelidir.
İlke 4- Üst düzey yönetim, üstlenmiş olduğu görevleri dinamik bir biçimde yerine getirecek nitelikleri sahip ve kurumsal yönetimde üstlendiği rolün bilincinde olmalıdır.
İlke 5- Bağımsız denetim elemanlarına ait çalışmalar ve banka müfettişlerine ait çalışmalardan etkin olarak faydalanılmalıdır.
İlke 6- Ücret politikaları belirlenirken stratejik hedefleri, bankanın etik değerleri ve iç dengeleri ile gerekli uyum yakalanmalıdır.
İlke 7- Şeffaf bir kurumsal yönetim anlayışının sağlanması gerekir.

Bankalara yönelik kurumsal yönetim ilkeleri BDDK tarafından belirlenirken borsada işlem görme, bankaların halka açıklık durumları ile SPK'nın Kurumsal Yönetim İlkeleri hakkında ayrıca düzenleme ve açıklamaya yer verilmemiştir. Bu sebeple, halka açık ve borsada işlem gören bankaların hangi kurumsal yönetim ilkeleri dikkate alınarak değerlendirileceği konusuna bir açıklık getirilememiştir.

[140] Bankaların Kurumsal Yönetim İlkelerine İlişkin Yönetmelik (01.11.2006 tarih, 26333 sayılı T. C. **Resmi Gazete**)

Ayrıca, BDDK tarafından kurumsal yönetime ilişkin çıkarılmış iki yönetmelik bulunmaktadır. Bunlar: "Bankaların İç Sistemleri Hakkında Yönetmelik" ve "Bankaların Üst Yönetimine Atanacakların Bildirimi, Yemin ve Mal Beyanında Bulunulması ve Karar Defterlerinin Tutulmasına İlişkin Usul ve Esaslar Hakkında Yönetmelik".[141]

Kurumsal yönetim bankacılık sektörü için, bankalarca yapılan faaliyetlerin üst yönetim ve yönetim kurullarınca yönetilme biçimini ifade eder. Kurumsal yönetim yapısının bankaların,

- Kurumsal hedeflerinin belirlenmesi,
- Günlük faaliyet ve işlemlerin gerçekleştirilmesi,
- Pay sahiplerine ilişkin hesap verebilme sorumluluğunun gerçekleştirilmesi ve diğer menfaat sahiplerine ait çıkarlarının gözetilmesi.
- Bankaların yürürlükteki düzenlemeler ve yasalar çerçevesinde hareket ederek daha sağlıklı ve güvenilir şekilde faaliyetlerine devam etmeleri beklentisi,
- Mevduat sahiplerinin çıkarlarının gözetilmesi konusundaki yaklaşımlarını etkilemektedir.[142]

2.3.2. Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi

Dünya çapında meydana gelen kriz ve şirket iflaslarındaki en önemli sebeplerin başında şirketlerin iyi yönetilmeme sebebinin bulunduğunun anlaşılması üzerine Sermaye Piyasası Kurulu ve İMKB harekete geçmiştir. Ülkemizde en iyi kurumsal yönetim uygulamalarının yerleşmesine katkı sağlamak, bu konuya önem veren şirketleri teşvik etmek ve diğer firmalara referans oluşturmak ve özellikle yabancı yatırımcı çekebilmek amacıyla bir kurumsal yönetim endeksi oluşturulmuştur.

İMKB kurumsal yönetim endeksi, belirlenmiş derecelendirme kuruluşları tarafından hazırlanan değerleme raporu sonucu, kurumsal yönetim ilkelerine uyum

[141] Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu, **"BDDK'nın Kuruluşu ve Yapısı, BDDK'nın Faaliyetleri, BDDK'nın Denetimine Tabi Kuruluşlar"**, Temmuz 2009, http://www.bddk.org.tr/-websitesi/turkce/kurum_bilgileri/bddk_hakkinda/5802bddk_tanitim_kitapcigi_31_07_2009.pdf , Aralık 2009, s. 23.

[142] Basel Bankacılık Denetim Komitesi**, "Bankalarda Kurumsal Yönetimin Güçlendirilmesi",** Çeviren: Gül Açıkel, Bankacılar Dergisi, Sayı:57, 2006, s. 87.

notu en az 6 olan ve gözaltı pazarı haricindeki diğer piyasalarda işlem görmekte olan hisselerden oluşan endekstir.[143] Bu endeksin kuruluş amacı İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi, gözaltı pazarı hariç İMKB pazarlarında işlem görmekte olan ve SPK'nın Seri VIII, No:51 "sermaye piyasasında derecelendirme faaliyeti ve derecelendirme kuruluşlarına ilişkin esaslar tebliği" kapsamında kurumsal yönetim ilkelerine uyum durumuna göre belirlenmiş derecelendirme notuna sahip firmaların "İMKB kurumsal yönetim endeksi temel kurallarına göre getiri ve performansının ölçülmesidir.[144] Kurumsal yönetim derecelendirme puanı en az 6 olan 5 işletmenin Borsa'ya bildirilmesi sonucu olarak; İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi'nin (XKURY) hesaplanmasına, başlangıç değeri olarak 29.08.2007= 48.082,17 dikkate alınmasına 31.08.2007 tarihi itibari ile başlanmıştır.[145]

Endeksin hesaplanma başlangıç tarihi olan 31.08.2007 tarihinde endeks kapsamında bulunan şirketler; Doğan Yayın Holding, Vestel Elektronik, Y&Y Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı, Tofaş ve Türk Traktör' dür.

BIST Kurumsal Yönetim Endeksinde bulunan şirketlere kayıtta kalma (kotta) ücreti İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi'ne kayıt olma tarihinden itibaren; ilk 2 yıl için %50, sonraki iki yıl için %25 ve izleyen yıllarda ise %10 indirimli uygulanmaktadır.

Tablo 17: Kurumsal Yönetim Endeksindeki Halka Açık Şirketler (Mayıs 2017 İtibariyle)

Derecelendirme Notu Alan Şirket	İlk Derecelendirme notu Tarihi, Derecelendirme Şirketi	Son notu Derecelendirme Tarihi, Derecelendirme Şirketi
1. Vestel Elektronik	7,6; 1.Mart.2007; ISS	9,48; 21.Şubat.2017; SAHA
2. Tofaş Türk Otomobil Fabrikası A.Ş.	7,57; 28.Mayıs.2007; SAHA	9,13; 3.Kasım.2016; SAHA
3. Türk Traktör ve Ziraat Makineleri A.Ş.	7,52; 23.Ağustos.2007;SAHA	9,21; 11.Ağustos.2017; SAHA
4. Hürriyet	8,0; 1.Eylül.2007; ISS	9,12;19.Eylül.2017; SAHA

[143] Dağlı Hüseyin**, 2009 Kurumsal Yönetim Endeksi Performans Değerlendirmesi**: **Türkiye Örneği**
[144] SPK'nın Seri VIII, No:51 "sermaye piyasasında derecelendirme faaliyeti ve derecelendirme kuruluşlarına ilişkin esaslar tebliği, 2005
[145] http://www.borsaistanbul.com/ (Çevrimiçi) 1.12.2017

5. Tüpraş Türkiye Petrol Rafinerileri A.Ş.	7,91; 8.Ekim.2007; SAHA	9,46; 3.Ekim.2017; SAHA
6. Otokar Otobüs Karoseri Sanayi A.Ş.	7,94; 20.Mart.2008; SAHA	9,33; 21.Mart.2017; SAHA
7. Şekerbank	8,13; 27.Şubat.2008; ISS	9,19; 25.oCAK.2017; KOBİRATE
8. Anadolu Efes Biracılık ve Malt Sanayi A.Ş.	8,1; 11.Haziran.2008; SAHA	9,57; 18.Mayıs.2017; SAHA
9. Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.	8,02; 29.Aralık.2008; SAHA	9,34; 28.Aralık.2016; SAHA
10. Coca Cola İçecek A.Ş.	8,3; 1.Temmuz.2009; SAHA	9,45; 3.Temmuz.2017; SAHA
11. Arçelik A.Ş.	8,21; 30.Temmuz.2009; SAHA	9,52; 21.Temmuz.2017; SAHA
12. TAV	8,33; 4.Eylül.2009; ISS	9,61; 18.Ağustos.2017; SAHA
13. Türkiye Sinai Kalkınma Bankası A.Ş. (TSKB)	8,77; 20.Ekim.2009; SAHA	9,52; 20.Ekim.2016; SAHA
14. Doğan Şirketler Grubu Holding A.Ş.	8,26; 3.Kasım.2009; SAHA	9,39; 7.Kasım.2016; SAHA
15. Logo Yazılım Sanayi ve Ticaret A.Ş.	8,05; 22.Aralık.2009; SAHA	9,12; 15.Aralık.2016; SAHA
16. İş Finansal Kiralama A.Ş.	8,02; 28.Aralık.2009; SAHA	9,16; 26.Aralık.2016; SAHA
17. Türk Prysmian Kablo ve Sistemleri	7,76; 29.Aralık.2009; SAHA	9,09; 5.Aralık.2016; SAHA
18. Türk Telekomünikasyon A.Ş.	8,01; 28.Aralık.2009; SAHA	9,02; 12.Aralık.2016; SAHA
19. Turcas Petrol A.Ş.	7,52; 12.Mart.2010; KOBİRATE	9,48; 3.Mart.2017, KOBİRATE
20. Park Elektrik A.Ş.	8,65; 9.Haziran.2010; SAHA	9,07; 5.Haziran.2017; SAHA
21. Aygaz A.Ş.	8,46; 30.Haziran.2010; SAHA	9,36; 22.Haziran.2017; SAHA
22. Albaraka Türk	8,14; 21.Ekim.2010; JCR EURASIA RATING	8,80; 11.Temmuz.2017; JCR EURASIA RATING
23. Yazıcılar Holding	8,04; 8.Kasım.2010; SAHA	9,18; 7.Ekim.2016;SAHA
24. İhlas Holding	7,71; 28.Aralık.2010; JCR EURASIA RATING	8,14; 27.Temmuz.2017;JCR EURASIA RATING

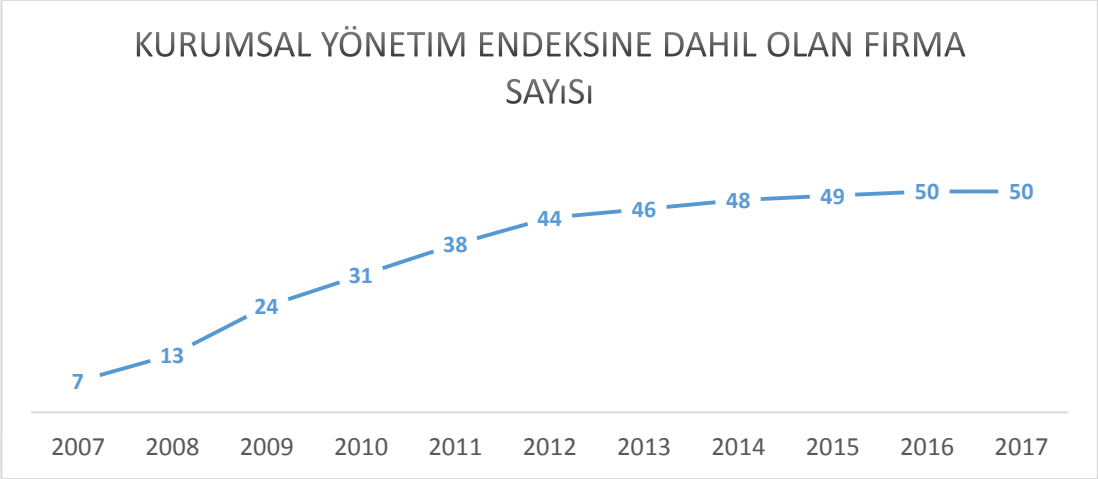
25. İhlas Ev Aletleri	7,12; 28.Aralık.2010; JCR EURASIA RATING	8,19; 27.Temmuz.2017; JCR EURASIA RATING
26. Doğuş Otomotiv	7,71; 1.Şubat.2011; TÜRK KREDİ RATİNG	9,51; 15.Aralık.2016; KOBİRATE
27. Pınar Süt Mamulleri Sanayi A.Ş.	8,34; 24.Kasım.2011; SAHA	9,23; 16.Kasım.2016; SAHA
28. Türkiye Halk Bankası A.Ş.	8,74; 19.Aralık.2011; SAHA	9,29; 16.Aralık.2016; SAHA
29. İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.	8,63; 23.Aralık.2011; JCR EURASIA RATING	9,36; 19.Aralık.2016; SAHA
30. Global Yatırım Holdi A.Ş.	8,36; 28.Aralık.2011; SAHA	8,99; 25.Kasım.2016; KOBİRATE
31. Garanti Faktoring Hizmetleri A.Ş.	8,36; 23.Ağustos.2012; KOBİRATE	9,32; 18.Ağustos.2017; KOBİRATE
32. ENKA İnşaat ve San. A.Ş.	9,16; 26.Kasım.2012; SAHA	9,17; 3.Kasım.2016; SAHA
33. Pınar Entegre Et ve Un Sanayi A.Ş.	8,77; 7.Aralık.2012; SAHA	9,26; 18.Kasım.2016; SAHA
34. Aselsan Elektronik Ticaret A.Ş.	8,77; 13.Aralık.2012; SAHA	9,15; 12.Aralık.2016; SAHA
35. İş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	8,53; 27.Aralık.2012; JCR EURASIA TRADING	9,34; 5.Aralık.2016; SAHA
36. Garanti Yatırım Ortaklığı A.Ş.	8,39; 21.Ocak.2013; KOBIRATE	9,4; 23.Aralık.2016; KOBIRATE
37. Creditwest Faktoring A.Ş.	8,03; 24.Haziran.2013; JCR EURASIA RATING	8,52; 12.Haziran.2017; JCR EURASIA RATING
38. Pınar Su Sanayi ve Ticaret A.Ş.	9,34; 4.Aralık.2013; SAHA	9,46; 21.Kasım.2017; KOBİRATE
39. Pegasus Hava Taşımacılığı A.Ş.	8,13; 31.Aralık.2013; KOBIRATE	9,25; 21.Ağustos.2017; KOBIRATE
40. AKSA Akrilik Kimya Sanayi A.Ş.	9,22; 5.Ağustos.2014; SAHA	9,63; 20.Temmuz.2017; SAHA
41. Akiş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	9,16; 21.Kasım.2014; SAHA	9,43; 21.kasım.2016; SAHA
42. Türkiye Garanti Bankası A.Ş.	9,14; 11.Aralık.2014; JCR EURASIA RATING	9,26; 9.Aralık.2016; JCR EURASIA RATING
43. İzocam Ticaret ve Sanayi A.Ş.	8,76; 30.Aralık.2014; KOBIRATE	9,28; 23.Aralık.2016; KOBİRATE
44. Türkiye Şişe ve Cam Fabrikaları A.Ş.	9,28; 29.Aralık.2014; SAHA	9,44; 16.Aralık.2016; SAHA

45. Lider faktoring	6,97; 5.Ağustos.2008; SAHA	9,09; 7.Ağustos.2017; SAHA
46. Doğuş Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş.	8,00; 7.Temmuz.2015; KOBIRATE	9,17; 31.Mayıs.2017; KOBIRATE
47. Ereğli Demir ve Çelik Fabrikaları T.A.Ş.	8,83; 29.Temmuz.2015; KOBIRATE	9,22; 28.Ağustos.2017; KOBIRATE
48. Anadolu Sigorta	9,15; 6.Kasım.2015; SAHA	93;00 7.Kasım.2016; SAHA
49. Migros	9,45; 30.Aralık.2015; SAHA	9,5; 30.Aralık.2016; SAHA
50. Akmerkez	9,22; 6.Aralık.2016; SAHA	

Kaynak: *Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği,*http://www.tkyd.org/tr/faaliyetler-kurumsal-yonetim-endeksi-tum-firmalar.html

2008 yılında kurumsal yönetim endeksine Asya Katılım Bankası, Otokar, Şekerbank, , Anadolu Efes Biracılık Malt Sanayi A.Ş, Dentaş Ambalaj ve Yapı Kredi Bankası, 2009 yılında Coca Cola İçecek, , Vakıf Yatırım Ortaklığı, Arçelik, TAV ve TSKB, Petkim, Logo, İş Leasing, Türk Prysmian, Doğan Şirketler Grubu Holding ve Türk Telekom dahil olmuştur. 2010 yılında mart ayı itibariyle yalnızca Turcas Petrol endekse dahil olmuş ve endeksteki toplam halka açık şirket sayısı 48'e yükselmiştir. Ayrıca kurumsal yönetim endeksinde yer alıp halka arz edilmemiş 6 şirket bulunmaktadır. Bu şirketler: Tek Faktoring Hizmetleri A.Ş.; Optima Faktoring Hizmetleri A.Ş.; İGDAŞ; Darüşşafaka Cemiyeti; Garanti Emeklilik ve Hayat A.Ş. ve KUVEYTTÜRK' tür.

Şekil 5: Kurumsal Yönetim Endeksine Dahil Olan Firma Sayıları



Yukarıda yer alan grafikte de görüldüğü üzere yıllar itibarı ile kurumsal yönetim endeksine dahil olan firma sayısı her geçen gün artarak devam etmektedir. Günümüz itibari ile 50 firma bulunmaktadır. Ayrıca, halka açılmamış altı şirket ve bir de sivil toplum kuruluşu kurumsal yönetim derecelendirmesine dahil olmuştur. 6 firma gerekli yükümlülüklerini yerine getiremediğinden endeksten çıkarılmıştır. Bu firmalar ve endeksten çıkarılma tarihleri aşağıda yer almaktadır.

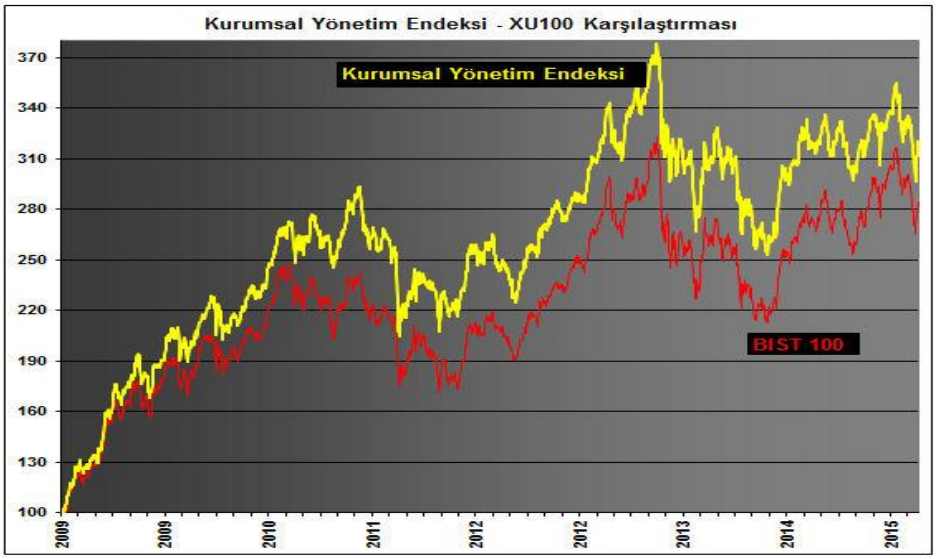
Tablo 18: Kurumsal Yönetim Endeksinden Çıkarılmış Olan Şirketler ve Tarihleri

Şirket Unvanı	Çıkarılma Tarihi
Ran Lojistik Hizmetleri A.Ş.	13.12.2012
Mensa Sınai Ticari ve Mali Yatırımlar A.Ş.	17.06.2013
Dentaş Ambalaj ve Kağıt Sanayi A.Ş.	18.11.2013
Akbank T.A.Ş.	19.06.2014
Doğan Yayın Holding A.Ş.	01.08.2014
Asya Katılım Bankası A.Ş.	15.08.2014

Yukarıda yer alan 7 madde firmaların kurumsal yönetim endeksinden çıkartılmasının başlıca sebeplerinden:

1. Hisse senedinin işlem gördüğü pazardan alınarak Borsa İstanbul Gözaltı Pazarı'na alınması,
2. Hisse senedinin işlem gördüğü pazardan sürekli çıkarılması,
3. En son açıklanan kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirme skorunun 7'nin altında olması,
4. Hisse senedi işlem sırasının kesintisiz olarak 5 iş gününden fazla kapalı kalması,
5. Derecelendirme sözleşmesinin herhangi bir nedenle sona erdiğinin Borsa İstanbul' a tebliğ edilmesi,
6. Derecelendirme kuruluşunun SPK tarafından belirlenmiş olan "Derecelendirme Kuruluşları Listesinden çıkarılmasının Borsa İstanbul' a bildirilmesi,
7. Derecelendirme kuruluşunun bağımsızlığının ortadan kalktığının Borsa İstanbul' a bildirilmesi.

Şekil 6: Kurumsal Yönetim Endeks Değerleri Değişimi



Kaynak: http://www.saharating.com/SpotsDetail.aspx?SpotsId=8

Yukarıda yer alan grafikte de görüldüğü üzere 2009 yılından 2015 ' e kadar geçen 6 yıllık süre zarfı içerisinde BIST Kurumsal Yönetim Endeksi, **% 279** oranında artış kaydederken, BIST 100 Endeksi'nin yükseliş oranı da **%244** olarak

gerçekleşmiştir. Bu artışlardaki paralellikler de kurumsal yönetim ile borsa performansı arasındaki aynı yönlü ilişkiyi ortaya koymaktadır.

2.3.3. Kurumsal yönetim İlkelerine Uyumun Derecelendirmesi

SPK'nın Seri: VIII, No:51 sayılı Temmuz 2007 tarihli "sermaye piyasasında derecelendirme faaliyeti ve derecelendirme kuruluşlarına ilişkin esaslar tebliği' esasınca kurumsal yönetim ilkeleri' ne uyumun derecelendirmesi, kuruluşların SPK tarafından yayımlanmakta olan kurumsal yönetim ilkeleri' ne uyumunun derecelendirme kuruluşlarınca tarafsız, adil ve bağımsız olarak değerlendirilmesi ve sınıflandırılması işlemidir.

Derecelendirmeye yetkili şirketler SPK tarafından 2005 yılında yayımlanan kurumsal yönetim ilkelerini temel alarak, derecelendirme talebinde bulunan firmaların bu ilkelere uyum derecesi, 3-4 haftalık bir inceleme sürecinin ardından hazırlamaktadırlar. Yapılan değerlendirme sonrası elde edilen sonuç, 1 ile 10 arasında bir rakamla belirtilerek kamuoyuna açıklanmaktadır. Notun açıklanmasını takiben 12 ay boyunca şirket kurumsal yönetim konusunda derecelendirme şirketlerinin yakın takip ve kontrolü altında tutulmakta ve bu konuda yaşanan her önemli gelişme kurumsal yönetim derecelendirme notuna yansıtılmaktadır.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

KURUMSAL YÖNETİMİN FİRMA KARLILIĞI ÜZERİNE ETKİLERİ

Ülkemizde ve dünyada iş dünyasında yaşanılan gelişmeler ile kurumsal yönetim kavramı her geçen gün önemini biraz daha arttırmaktadır. Yaşanılan firma iflasları, kurumsal yatırımcılardan yurtiçi ve yurtdışı fon bulma gerekliliği de yine Kurumsal Yönetim kavramını işletmelerin olmazsa olmaz kavramlarından biri haline getirmiştir. Bu alanda yapılan araştırmalar, çıkarılan yeni mevzuatlar ve uyum yasaları halka açık işletmelerde kurumsal yönetim sistemine dahil olmaktadır. Böylece kavram güncelliğini korumakta ve yaygınlaşarak gelişimini sürdürmektedir.

Bu ve benzeri sebeplerle kurumsal yönetimin firma üzerinde mali, ekonomik ve finansal açıdan nasıl etkileri olduğuna dair birçok ampirik araştırma yapılmaktadır. Yapılan bu çalışmada da kurumsal yönetim endeks skorları ile firma karlılığı arasında anlamlı bir ilişkinin olup olmadığı araştırılmıştır.

3.1. Araştırmanın Amacı

Bu tez çalışmasında Borsa İstanbul, BIST endeksinde işlem gören aynı zamanda XKURY endeksine dahil olan 28 firmanın 2014, 2015 ve 2016 yılarındaki kurumsal yönetim endeks skorları ile ROA (Aktif Karlılık) arasında herhangi bir anlamlı ilişki olup olmadığı ve varsa bu ilişkin derecesi saptanmaya çalışılmıştır.

3.2. Araştırmanın Veri Seti

Bu tez çalışmasındaki veri seti halka açık olup Borsa İstanbul da işlem gören aynı zamanda Kurumsal Yönetim Endeksine dahil olan firmalardan oluşmaktadır. Kurumsal Yönetim Endeksine dahil olan finansal kuruluşlar ve spor kulüpleri çalışmaya dahil edilmemiştir. Toplamda 28 firmanın yıllık mali verileri üzerinden son 3 yıllık Aktif Karlılık değerleri ve kurumsal yönetim endeks skorları üzerinde inceleme yapılmıştır. Firmalara ilişkin finansal veriler firmaların resmi internet sayfalarından ve KAP' tan, Kurumsal Yönetim endeks skorları ise Borsa İstanbul' dan, ve TKYD' den alınmıştır.

3.3. Araştırmanın Yöntemi

Çok değişkenli istatistiksel bir yöntem olan kümeleme analizi, birimleri ya da nesneleri özelliklerine göre gruplamaktadır. Söz konusu kümeleme (gruplama) işlemini gerçekleştirirken birimlerin birbirlerine olan benzerliklerini dikkate almaktadır. Bu işlem neticesinde küme içi homojenliği yüksek ve kümeler arası heterojenliği yüksek kümeler elde edilmektedir[146].

Kümeleme analizinin amacı, doğal gruplamaları bilinmeyen bir veri setindeki birimlerin ya da nesnelerin doğal gruplarını bulmaktır[147]. Bu amaç için birimler arası benzerlik/uzaklık değerlerinden yararlanmaktadır. Bu hususta ilgilenilen değişkenlerin metrik olup olmamasına göre benzerlik ölçüm kriteri seçim kriteri belirlenmektedir. Eğer veri setinde yer alan değişkenler metrikse, korelasyon ya da uzaklık ölçümleri kullanılmaktadır[148]. P sayıda değişkene göre birimler ya da nesneler arasındaki uzaklıkları hesaplamak için kullanılan uzaklık ölçülerine genel olarak Minkowski uzaklık ölçüsü adı verilmektedir. İki birim arasında Minkowski uzaklığı ise öklid uzaklığı olarak bilinmektedir. Birimler arasındaki öklid uzaklıklarından hareketle benzerlik matrisi hesaplanmaktadır[149].

Kümeleme analizinde iki temel yaklaşım bulunmaktadır. Bunlar, hiyerarşik ve hiyerarşik olmayan kümeleme yöntemleridir[150]. Hiyerarşik kümeleme yönteminde, birimlerin benzerlikleri dikkate alınarak kümelerin oluşturması amaçlamaktadır. Hiyerarşik olmayan kümeleme yönteminde ise araştırmacı, küme sayısını önsel olarak belirlemektedir. Söz konusu kısıt altında birimlerin benzerliklerine göre küme üyeleri belirlenmektedir.

Çalışmada önerilen derecelendirme sistematiğinde ROA, pay sahipleri skoru, kamuyu aydınlatma skoru, menfaat sahipleri skoru, yönetim kurulu skoru değişkenleri ele alınmaktadır. Dolayısıyla çalışmanın ampirik kısmında kurumsal

---

[146] Hair vd., Multivariate Data Analysis, Fifth Edition, Prentice-Hall International,Inc. ,New Jersey, 1998, s.473.

[147] Chatfield, C. ve Collins, A. J. , Introduction to Multivariate Analysis, Chapman&Hall, 1980,s.212

[148] Johnson, R. A. ve Wichern, D. W. ,Applied Multivariate Statistical Analysis, Fifth Edition, Prentice-Hall International,Inc. ,New Jersey, 2002, S.670.

[149] Özdamar, K., Paket Programlar ile İstatistiksel Veri Analizi 2 (Çok Değişkenli Analizler), 7. Baskı, Kaan Kitabevi, 2010, s.271.

[150] Rencher, A. C., Methods of Multivariate Analysis, Second Edition, John Wiley&Sons, Inc., 2002, s.452.

yönetim puanına sahip firmalar dikkate alınmıştır. Bu firmalar Tablo 19' da yer almaktadır.

Tablo 19: Çalışmada İncelenen Firmalar

AEFES	ANADOLU EFES
ARCLK	ARÇELİK
ASELS	ASELSAN
AYGZ	AYGAZ
CCOLA	COCA COLA
DOAS	DOĞUŞ OTOMOTİV
DOHOL	DOĞAN
ENKAI	ENKA
HURGZ	HÜRRİYET
IHEVA	İHLAS EV ALETLERİ
IHLAS	İHLAS HOLDİNG
LOGO	LOGO
OTKAR	OTOKAR
PETKM	PETKİM
PETUN	PINAR ENTEGRE
PGSUS	PEGASUS
PINSU	PINAR SU
PNSUT	PINAR SÜT
PRKAB	Türk Prysmian
PRKME	PARK ELEKTRİK
TAVHL	TAV
TOASO	TOFAŞ
TRCAS	TURCAS PETROL
TTKOM	TÜRK TELEKOMİNASYON
TTRAK	TÜRK TRAKTÖR
TUPRS	TÜPRAŞ
VESTL	Vestel
YAZICI	YAZICILAR HOLDİNG

3.3.1. Kurumsal Yönetimin Firma Karlılığı Üzerine Etkisi

Söz konusu firmaların dereceleri bilinmediğinden dolayı hiyerarşik kümeleme yöntemi kullanılmıştır. Kümeleme analizi uygulanırken ROA, pay sahipleri skoru, kamuyu aydınlatma skoru, menfaat sahipleri skoru, yönetim kurulu skoru olmak üzere 5 değişken kullanılmıştır.

Çalışmada Sosyal Bilimler için İstatistik Programı (Statistical Package for the Social Sciences - SPSS) kullanılmıştır. Doğal gruplamaları bilinmeyen firmaları, gruplamak için hiyerarşik kümele yöntemi başlığı altında yer alan en yakın komşular algoritması tercih edilmiştir.

Bu çalışmada kurumsal endeks yönetim skoru ile ROA arasındaki doğrusal ilişkisinin varlığını araştırmak için öncelikle Pearson korelasyon katsayısı hesaplanmıştır. Pearson korelasyon katsayısı, -1 ile +1 arasında değer almakta olup; 0 değeri doğrusal ilişkin olmadığını göstermektedir. Bu iki değişken arasındaki korelasyon katsayısı -0,200 olarak hesaplanmıştır ancak 0,05 anlamlılık düzeyinde anlamsız olduğundan yorumlanmamıştır. Ardından kurumsal endeks skorunu meydana getiren alt endeksler ile ROA arasındaki ilişki araştırılmıştır. Bu amaç doğrultusunda yine birlikte değişimin ölçüsü olan korelasyon katsayısı hesaplanmış ve Tablo 20'de sunulmuştur.

Tablo 20: Korelasyon Matrisi

	ROA	Pay Sahipleri	Kamuyu Ayd.	Menfaat Sah.	Yönetim Kur.
ROA	**1**				
Pay Sahipleri	-0,173	**1**			
Kamuyu Ayd.	-0,018	0,403*	**1**		
Menfaat Sah.	0,040	0,599*	0,587*	**1**	
Yönetim Kur.	0,100	0,636*	0,672*	0,745*	**1**

*: 0,05 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır.

Tablo 20 incelendiğinde; 2014 yılı için kurumsal yönetim endeks skorunu meydana getiren alt endekslerden hiçbiri ile ROA arasında doğrusal ilişki saptanmamıştır. Dolayısıyla ROA ile bu değişkenler doğrusal olarak birlikte değişmemektedir. Kurumsal endeks skorunu meydana getiren değişkenler arasındaki korelasyonlar incelendiğinde ise; aralarında orta kuvvetli ve aynı yönlü ilişkiler olduğunu görülmüştür.

2015 yılı için kurumsal endeks yönetim skoru ile ROA arasındaki doğrusal ilişkisinin varlığını araştırmak için öncelikle Pearson korelasyon katsayısı hesaplanmıştır. Bu iki değişken arasındaki korelasyon katsayısı 0,066 olarak hesaplanmıştır ancak 0,05 anlamlılık düzeyinde anlamsız olduğundan yorumlanmamıştır. Ardından kurumsal endeks skorunu meydana getiren alt endeksler ile ROA arasındaki ilişki araştırılmıştır. Bu amaç doğrultusunda yine birlikte değişimin ölçüsü olan korelasyon katsayısı hesaplanmış ve Tablo 21'de sunulmuştur.

Tablo 21: Korelasyon Matrisi 2

	ROA	Pay Sahipleri	Kamuyu Ayd.	Menfaat Sah.	Yönetim Kur.
ROA	**1**				
Pay Sahipleri	-0,003	**1**			
Kamuyu Ayd.	-0,052	0,374*	**1**		
Menfaat Sah.	0,158	0,558*	0,604*	**1**	
Yönetim Kur.	0,127	0,547*	0,615*	0,752*	**1**

*: 0,05 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır.

Tablo 21 incelendiğinde; kurumsal yönetim endeks skorunu meydana getiren alt endekslerden hiçbiri ile ROA arasında doğrusal ilişki saptanmamıştır. Dolayısıyla ROA ile bu değişkenler doğrusal olarak birlikte değişmemektedir. Kurumsal endeks skorunu meydana getiren değişkenler arasındaki korelasyonlar incelendiğinde ise; aralarında orta kuvvetli ve aynı yönlü ilişkiler olduğunu görülmüştür.

2016 yılı için kurumsal endeks yönetim skoru ile ROA arasındaki doğrusal ilişkisinin varlığını araştırmak için öncelikle Pearson korelasyon katsayısı hesaplanmıştır. Bu iki değişken arasındaki korelasyon katsayısı 0,032 olarak hesaplanmıştır ancak 0,05 anlamlılık düzeyinde anlamsız olduğundan yorumlanmamıştır. Ardından kurumsal endeks skorunu meydana getiren alt endeksler ile ROA arasındaki ilişki araştırılmıştır. Bu amaç doğrultusunda yine birlikte değişimin ölçüsü olan korelasyon katsayısı hesaplanmış ve Tablo 22'de sunulmuştur.

Tablo 22: Korelasyon Matrisi 3

	ROA	Pay Sahipleri	Kamuyu Ayd.	Menfaat Sah.	Yönetim Kur.
ROA	**1**				
Pay Sahipleri	-0,131	**1**			
Kamuyu Ayd.	-0,061	0,387*	**1**		
Menfaat Sah.	0,239	0,542*	0,678*	**1**	
Yönetim Kur.	0,126	0,572*	0,675*	0,770*	**1**

*: 0,05 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak anlamlıdır.

Tablo 22 incelendiğinde; kurumsal yönetim endeks skorunu meydana getiren alt endekslerden hiçbiri ile ROA arasında doğrusal ilişki saptanmamıştır. Dolayısıyla ROA ile bu değişkenler doğrusal olarak birlikte değişmemektedir. Kurumsal endeks skorunu meydana getiren değişkenler arasındaki korelasyonlar incelendiğinde ise; aralarında orta kuvvetli ve aynı yönlü ilişkiler olduğunu görülmüştür.

2014, 2015 ve 2016 yılları için kurumsal endeks skorları incelenen firmaların alt endeks skorları kullanılarak kümeleme analizi gerçekleştirilmiştir. Bu analiz ile firmaların alt endeks skorlarından hareketle doğal gruplaması bilinmeyen veri kümesi kategorilere ayrıştırılacaktır.

2014 için hiyerarşik kümeleme yöntemlerinden en yakın komşular tekniği kullanılarak uygun küme sayısı 5 olarak bulunmuştur. A kümesinde 10 firma, B kümesinde 5 firma, C kümesinde 8 firma, D kümesinde 3 firma, E kümesinde 2 firma bulunmaktadır.

A	Anadolu Efes, Arçelik, Aygaz, Doğan, Enka, Hürriyet, Logo, Otokar, Pınar Su, Trük Prysmian
B	Doğuş Otomotiv, TAV, Turcas Petrol, Tüpraş, Vestel
C	Aselsan, Coca Cola, Petkim, Pınar Entegre, Pınar Süt, Tofaş, Türk Traktör, Yazıcılar Holding
D	Pegasus, Park Elektrik, Türk Telekominikasyon
E	İhlas Ev Aletleri, İhlas Holding

2015 için hiyerarşik kümeleme yöntemlerinden en yakın komşular tekniği kullanılarak uygun küme sayısı 5 olarak bulunmuştur. A kümesinde 9 firma, B kümesinde 6 firma, C kümesinde 8 firma, D kümesinde 3 firma, E kümesinde 2 firma bulunmaktadır.

A	Anadolu Efes, Arçelik, Doğuş Otomotiv, Doğan, ENKA, Türk Prysmian, TAV, Tüpraş, Vestel
B	Aygaz, Hürriyet, Logo, Otokar, Pınar Su, Turcas Petrol
C	Aselsan, Coca Cola, Petkim, Pınar Entegre, Pınar Süt, Tofaş, Türk Traktör, Yazıcılar Holding
D	Pegasus, Park Elektrik, Türk Telekominikasyon
E	İhlas Ev Aletleri, İhlas Holding

2016 için hiyerarşik kümeleme yöntemlerinden en yakın komşular tekniği kullanılarak uygun küme sayısı 5 olarak bulunmuştur. A kümesinde 6 firma, B kümesinde 8 firma, C kümesinde 7 firma, D kümesinde 4 firma, E kümesinde 2 firma bulunmaktadır.

A	Anadolu Efes, Arçelik, Doğuş Otomotiv, Doğan, TAV, Turcas Petrol
B	Aygaz, Enka, Hürriyet, Logo, Otokar, Pınar Su, Türk Prysmian, Tüpraş
C	Aselsan, Coca Cola, Pınar Entegre, Pınar Süt, Tofaş, Türk Traktör, Yazıcılar Holding
D	Pegasus, Park Elektrik, Türk Telekominikasyon, Vestel
E	İhlas Ev Aletleri, İhlas Holding

SONUÇ VE ÖNERİLER

Ira Millstein tarafından yapılan ve oldukça kabul gören tanımlamada kurumsal yönetim, “bir şirketin, hak sahipleri ve kamuoyunun çıkarlarına zarar vermeden, insani kaynakları ve mali kaynakları kendi bünyesinde toplayarak, verimli bir şekilde çalışmasıdır” şeklinde belirtilmiştir. Böylece tüm paydaşları için uzun vadede ekonomik kazanç yaratıp istikrarın devamını sağlayan yönetmelik, kanun ve tüm gönüllü özel sektör uygulamalarının bir bütünü olduğu ifade edilmiştir.

Farklı ülkelerde farklı sistem ve yaklaşımlarla gelişimini sürdüren kurumsal yönetim ülkemizde de gelişimi sürdürmeye devam etmektedir. Özellikle ekonomi piyasalarında daha çok temeli aile şirketlerine dayalı olan bir yapıya sahip olduğumuz düşünüldüğünde bu alanda sistemin oturup sağlamlaşması biraz daha vakit alacaktır. Kurumsal yönetime ilişkin S.P.K. Borsa İstanbul gibi kuruluşların yanı sıra T.Ü.S.İ.A.D. ve Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği gibi oluşumların da destek vermesi bu konuda oluşan bilincin sağlamlaşmasını sağlayacaktır.

Bu tez çalışmasında kurumsal endeks yönetim skoru ile ROA arasındaki doğrusal ilişkisinin varlığını araştırmak için öncelikle Pearson korelasyon katsayısı hesaplanmıştır. Pearson korelasyon katsayısı, -1 ile +1 arasında değer almakta olup; 0 değeri doğrusal ilişkin olmadığını göstermektedir. Değişkenler arasındaki korelasyon katsayısı -0,200 olarak bulunmuş fakat 0,05 anlamlılık düzeyinde anlamsız olduğundan değerlendirilmemiştir. Ardından kurumsal endeks skorunu meydana getiren alt endeksler olan pay sahipliği skoru, kamuyu aydınlatma skoru, menfaat sahipleri skoru ve yönetim kurulu skoru ile ile ROA arasındaki ilişki araştırılmıştır. Bu amaç doğrultusunda yine birlikte değişimin ölçüsü olan korelasyon katsayısı hesaplanmıştır. Kurumsal yönetim endeks skorunu meydana getiren alt endekslerden hiçbiri ile ROA arasında doğrusal ilişki saptanmamıştır. Dolayısıyla ROA ile bu değişkenler doğrusal olarak birlikte değişmemektedir. Kurumsal endeks skorunu meydana getiren değişkenler arasındaki korelasyonlar incelendiğinde ise; aralarında orta kuvvetli ve aynı yönlü ilişkiler olduğunu görülmüştür.

2014,2015 ve 2016 yılları için elde edilen kümeler dikkate alınarak; A ve B kümelerine dahil olan firmalar ile diğer üç grupta yer alan firmalar arasında ROA açısından istatistiksel olarak anlamlı bir fark olup olmadığını sınamak için Mann Whitney U testi uygulanmıştır. Mann Whitney U testi, iki grubun benzer dağılımdan

gelip gelmediğini sınamaktadır. Bu testin alternatif hipotezi, iki grubun ortancalarının birbirine eşit olmadığını göstermektedir.

Tablo 23: Kümeler Arası Mann Whitney UTesti

Mann Whitney U Testinin Uygulandığı Dönem	Test istatistiğinin olasılık değeri
2014	0,394
2015	0,695
2016	0,884

Tablo incelendiğinde A ve B kümelerinde yer alan firmalar ile C,D ve E kümelerinde yer alan firmalar arasında ROA değişkeni açısından 0,05 anlamlılık düzeyinde istatistiksel olarak fark olup olmadığını sınanmış olup; temel hipotez reddedilememiştir. Yani, fark saptanmamıştır.

Yapılan inceleme sonucunda Kurumsal yönetim endeks değerleri ile Aktif karlılık arasında direkt bir ilişkiye rastlanamamıştır. Bu durumun olası bazı sebepleri aşağıda açıklanmıştır.

Ülkemizde kurumsal yönetim kavramının yeterince derinliği bulunmamaktadır. Kavram ve işlevsellik açısından oldukça yeni bir konudur. Bu sebeple gerek firmaların gerekse derecelendirme kuruluşlarının uyum ve uyumun ölçülmesi konularında gelişimlerini sürdürmelerinin gerektiği düşünülmektedir.

Yukarıdaki bahsedildiği gibi kurumsal yönetim endeks skorunu meydana getiren alt endeksler olan pay sahipliği skoru, kamuyu aydınlatma skoru, menfaat sahipleri skoru ve yönetim kurulu skoru ile aktif karlılık arasında doğrusal ilişki saptanmamıştır. Bu sebeple aktif karlılık ile bu değişkenler doğrusal olarak birlikte değişmemektedir. Kurumsal endeks skorunu meydana getiren değişkenler arasındaki korelasyonlar incelendiğinde ise; aralarında orta kuvvetli ve aynı yönlü ilişkiler olduğunu görülmüştür. Bu da göstermektedir, pay sahipliği skoru, kamuyu aydınlatma skoru, menfaat sahipleri skoru ve yönetim kurulu skoru aynı yönde hareket etmekte, değerler birlikte artmakta ya da azalmaktadır.

Ayrıca kurumsal yönetim derecelendirme metedolojisinin de bu konuda etken olduğu düşünülebilir. Kurumsal yönetim derecelendirme analizi, farklı derecelendirme kuruluşları tarafından yapılmaktadır. İncelenen konuların ne ölçüde

nicel ve nitel oldukları değerlendirilmelidir. Örneğin incelemede pay sahipleri skoru belirlenirken incelen konulardan biri de şirketin internet sitesinin olup olmadığı ve gerekli bilgileri içerip içermediğidir. Firmanın internet sitesi varsa bunun uygunluğu ve puanlanması konusu subjektif olabilecektir. Yine pay sahipliği skorunun belirlenmesinde incelenen konulardan biri de bağımsız denetimin yapılıp yapılmadığıdır. Bağımsız denetimin ne ölçüde ve hangi kriterlerle yapıldığının değerlendirilmesi mümkün olmamaktadır. Yurtdışında Enron gibi büyük firma iflaslarında da görüldüğü gibi kimi zaman denetim firmaları da yolsuzluğa dahil olabilmektedir.

Ülkemizde kurumsal yönetim alanında alınan kararlar yapılan yönetmelik ve uygulamalarla ilerleyen günlerde kurumsal yönetim ve ilklerinin bilinirliğinin artacağı kaçınılmazdır. Ayrıca aile şirketlerinin de finansman sağlamak ve büyüme endekslerini sürdürebilmek için halka açılmaları bu süreci hızlandıracaktır. Bu süreç sonunda Borsa İstanbul kurumsal yönetim endeksine dahil daha fazla firmanın olması yapılan araştırmaları daha anlamlı kılabilecektir.

Tablo 24: Çalışmada Kullanılan Firmaların 2014 Yılı Verileri

Kod	Firma Adı	ROA	Pay Sahipleri Skoru	Kamuyu Aydınlatma Skoru	Menfaat Sahipleri Skoru	Yönetim kurulu Skoru	Kurumsal Yönetim Skoru
AEFES	ANADOLU EFES	-1,6484	92,9	98,4	97,1	90,9	9,42
ARCLK	ARÇELİK	5,1471	95,03	96,34	96,01	91,05	9,41
ASELS	ASELSAN	7,0224	83,3	98,21	93,78	90	9,09
AYGZ	Aygaz	6,3895	95,34	91,99	98,6	89,45	9,29
CCOLA	COCA COLA	4,8210	87,87	97,01	97,1	90,52	9,25
DOAS	DOĞUŞ OTOMOTİV	8,9514	93,17	94,67	90,9	91,18	9,25
DOHOL	DOĞAN	-4,5314	94,36	95,7	93,92	91,23	9,35
ENKAI	ENKA	8,3056	95,38	91,1	91,05	85,55	9,02
HURGZ	HÜRRİYET	-21,6228	94,77	92,08	98,09	90,09	9,3
IHEVA	İHLAS EV ALETLERİ	4,6092	74	82	73,8	79,5	7,79
IHLAS	İHLAS HOLDİNG	-2,9723	79,3	82,9	68,4	78,8	78,4
LOGO	LOGO	16,6940	90,73	87,49	94,62	90,13	9,03
OTKAR	OTOKAR	5,8898	95,24	91,33	97,1	87,94	9,2
PETKM	PETKİM	0,2291	90,19	93,67	94,95	85,31	9,01
PETUN	PINAR ENTEGRE	9,9510	87,61	90,14	95	89,83	9,01
PGSUS	PEGASUS	4,0543	85,19	93,51	87,9	85,39	8,77
PINSU	PINAR SU	1,7669	94,54	90,58	97,03	91,23	9,28
PNSUT	PINAR SÜT	11,1624	86,28	90,58	98,19	91,4	9,09
PRKAB	Türk Prysmian	1,8426	91,94	91,12	92,26	88,6	9,06
PRKME	PARK ELEKTRİK	3,6981	87,03	93,39	87,37	89,26	8,95
TAVHL	TAV	8,3130	93,05	96,83	91,72	94,08	9,41
TOASO	TOFAŞ	8,0603	84,51	92,9	95,81	89,62	9,01
TRCAS	TURCAS PETROL	-1,3465	90,84	91,89	90,81	90,21	9,09
TTKOM	TÜRK TELEKOM.	9,9054	84,54	94,5	84	85,38	8,72
TTRAK	TÜRK TRAKTÖR	13,6406	84,88	93,12	97,13	89,67	9,05
TUPRS	TÜPRAŞ	6,7029	95,51	93,96	86,82	93,46	9,31
VESTL	VESTEL	1,4222	93,39	89,45	90,91	88,69	9,03
YAZICI	YAZICILAR HOLDİNG	-0,4078	86,26	95,92	95,12	89,96	9,13

Tablo 25: Çalışmada Kullanılan Firmaların 2015 Yılı Verileri

Kod	Firma Adı	ROA	Pay Sahipleri Skoru	Kamuyu Aydınlatma Skoru	Menfaat Sahipleri Skoru	Yönetim kurulu Skoru	Kurumsal Yönetim Skoru
AEFES	ANADOLU EFES	-0,62218	95,28	98,46	99,51	91,79	9,55
ARCLK	ARÇELİK	6,499927	95,08	96,39	98,78	91,76	9,48
ASELS	ASELSAN	3,416652	84,09	98,46	94,48	90,07	9,13
AYGZ	Aygaz	10,68507	95,34	91,99	98,6	91,3	9,36
CCOLA	COCA COLA	1,415779	88,36	98,55	99,41	92,53	9,4
DOAS	DOĞUŞ OTOMOTİV	7,599281	93,85	96	92,93	93,73	9,42
DOHOL	DOĞAN	7,947585	94,36	95,73	93,51	91,45	9,36
ENKAI	ENKA	7,006299	95,38	93,18	96,04	85,99	9,16
HURGZ	HÜRRİYET	-5,56486	94,77	92,77	98,09	91,39	9,36
IHEVA	İHLAS EV ALETLERİ	4,716774	80,8	82	75,6	81,6	8,06
IHLAS	İHLAS HOLDİNG	-3,0671	79,3	82,9	75,4	81,5	8,04
LOGO	LOGO	19,87558	90,73	85,72	96	92,12	9,08
OTKAR	OTOKAR	4,953462	95,24	92,3	97,13	89,58	9,28
PETKM	PETKİM	11,70569	90,89	93,67	95,98	85,16	9,03
PETUN	PINAR ENTEGRE	12,75692	87,71	92,78	97,45	92,17	9,2
PGSUS	PEGASUS	2,729654	89,98	94,51	89,83	87,57	9,03
PINSU	PINAR SU	-6,0155	94,79	92,78	97,04	92,17	9,37
PNSUT	PINAR SÜT	7,042189	86,38	92,78	98,19	92,17	9,18
PRKAB	Türk Prysmian	2,101895	91,94	92,27	92,26	88,6	9,09
PRKME	PARK ELEKTRİK	5,520703	87,9	95,24	87,81	89,51	9,03
TAVHL	TAV	5,75586	94,94	96,58	98,78	92,83	9,52
TOASO	TOFAŞ	8,420366	84,88	93,62	95,81	90,32	9,06
TRCAS	TURCAS PETROL	-3,39834	92,94	92,34	94,95	91,78	9,27
TTKOM	TÜRK TELEKOM.	3,347766	84,55	96,63	86,78	87,91	8,91
TTRAK	TÜRK TRAKTÖR	12,73777	84,88	94,37	97,13	89,9	9,09
TUPRS	TÜPRAŞ	10,06641	95,51	97,94	90,52	92,77	9,44
VESTL	VESTEL	0,734548	94,89	91,41	89,06	89,46	9,12
YAZICI	YAZICILAR HOLDİNG	-3,16724	86,36	95,92	97,4	90,04	9,17

Tablo 26: Çalışmada Kullanılan Firmaların 2016 Yılı Verileri

Kod	Firma Adı	ROA	Pay Sahipleri Skoru	Kamuyu Ydınlatma Skoru	Menfaat Sahipleri Skoru	Yönetim kurulu Skoru
AEFES	ANADOLU EFES	-0,1563	95,28	98,46	99,51	92,58
ARCLK	ARÇELİK	7,7126	95,17	97,22	99,13	92,17
ASELS	ASELSAN	9,2412	83,62	98,46	95,87	90,32
AYGZ	Aygaz	9,6444	95,26	91,99	98,79	91,38
CCOLA	COCA COLA	0,2141	88,36	98,55	99,48	93,8
DOAS	DOĞUŞ OTOMOTİV	4,9042	94,76	96,67	93,95	94,61
DOHOL	DOĞAN	-2,9863	94,88	96,5	93,51	91,75
ENKAI	ENKA	6,7761	95,38	93,62	96,04	85,99
HURGZ	HÜRRİYET	-9,2817	94,77	92,77	98,09	89,12
IHEVA	İHLAS EV ALETLERİ	-0,2804	80,8	81,1	75,6	82,9
IHLAS	İHLAS HOLDİNG	2,4358	78	82,9	75,4	82,6
LOGO	LOGO	14,3313	90,73	88,3	96	91,67
OTKAR	OTOKAR	3,9078	95,33	92,57	97,13	90,41
PETKM	PETKİM	11,6724				
PETUN	PINAR ENTEGRE	10,9128	88,18	93,79	97,59	92,89
PGSUS	PEGASUS	-2,4240	90,89	94,51	90,93	90,64
PINSU	PINAR SU	-10,403	95,21	92,34	96,98	92,47
PNSUT	PINAR SÜT	6,4289	86,85	93,82	98,33	92,72
PRKAB	Türk Prysmian	3,0224	91,94	92,32	92,26	88,6
PRKME	PARK ELEKTRİK	-4,0403	87,9	97,25	87,81	89,51
TAVHL	TAV	3,4712	94,94	97,34	98,82	92,83
TOASO	TOFAŞ	8,2016	84,88	93,98	99,51	90,67
TRCAS	TURCAS PETROL	1,5243	93,39	94,34	94,98	92,29
TTKOM	TÜRK TELEKOMİNASYON	-2,6953	84,56	97,29	92,69	88,22
TTRAK	TÜRK TRAKTÖR	16,0628	84,88	95,24	99,51	90,1
TUPRS	TÜPRAŞ	5,8068	95,51	92,55	97,66	92,8
VESTL	VESTEL	1,9144	94,89	97,1	91,15	91,23
YAZICI	YAZICILAR HOLDİNG	-4,0461	86,36	96,67	97,4	90,04

KAYNAKÇA

Adnan, A., & Aslanoğlu, S — **İşlevsel ve Yapısal Açıdan Türk Bankacılık Sisteminde Kurumsal Yönetim İşleyişi.** Bankacılar Dergisi Sayı 61, 2. 2007

Adolp, A. B., & Gardinier, C. M. — **The Modern Corporation And Private Property.** New Jersey: Transaction Publishers. 1991

Aguilera , R., & Alvaro, C.-C. — **Codes of Good Governance, Corporate Governance.** An International Review,, (s. 376-387.). 2009

Aktan C. C. — **Kurumsal Şirket Yönetimi,** Sermaye Piyasası Kurulu 2005

Anderson, R., & Reeb, D. — **"The Balance of Power: Who Monitors the Family?** Unpublished manuscript. 2004

Andrea, M. — **Critical Issues on the Enforcement of the True and Fair View Accounting Principle,** Learning From Parmalat. *Corporate Ownership and Control.* 2005

Arı, M. **Kurumsal Yönetim ve Finansal Raporlamanın Güvenilirliği.** Eskişehir Osmangazi Üniversitesi, İİBF Dergisi. 2008

Arslantaş, C., & Fındıklı, A. **İMKB-50"de yer alan Şirketlerin yönetim kurulu yapılanmaları.** İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Dergisi, Cilt:39. 2010

Aysan, M. **Kurumsal Yönetim ve Risk,** İstanbul: Boyut Yayın Grubu, Ekonomi Dizisi, 2007

Bank, W. **Ukranian Corporate Governance Manual.** World Bank. 1999

Basel Bankacılık Denetim Komitesi **Bankalarda Kurumsal Yönetimin Güçlendirilmesi.** Bankacılar Dergisi, Sayı:57, 87. (2006).

Basel Commitee on Banking Supervision **Enhancing Corporate Governance for Banking Organizations**. 1999

Basel Committee on Banking Supervision — **Corporate Governance Principles for Banks** (s. 1). http://www.bis.org/bcbs/publ/d328.pdf. 2015

Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu. — **BDDK'nın Kuruluşu ve Yapısı,** BDDK'nın Faaliyetleri, BDDK'nın Denetimine Tabi Kuruluşlar. 2009

Blair, M., & Lynn , A. — **A Team Production Theory of Corporate Law.** Virginia Law Review. 1999

Borsa İstanbul — **http://www.borsaistanbul.com/** (Çevrimiçi) 1 Aralık 2017

Chatfield, C., & Collins, A. — **Introduction to Multivariate Analysis.** Chapman&Hall,. 1980

Cuervo, A. — **Corporate Govarnance Mechanisms:** A plea for Less Code of Good Govarnance and More Market Control". Londra. 204

Cuhruk, H., & Atınç, Ö. **Equity Research Turkey Special Report**. Equity. Vol 9,2. 2004

Çağın Yönetim Modeli "Activeline: Çağın Türkiye Modeli Kurumsal Yönetim", Türkiye Sanayici ve İşadamları Derneği **"Kurumsal Yönetim: Türkiye'de İş Hayatının Değişen Çehresi" Konferansı**, Nisan 2002 (çevrimiçi)

Çatıkkaş, Ö. **Kurumsal Yönetim İlkeleri,** İstanbul: Marmara Üniversitesi Sürekli Eğitim Merkezi. 2013

Dağlı, H. **Kurumsal Yönetim Endeksi Performans Değerlendirmesi:** Türkiye Örneği. 2009

Demirağ, İ. S., & Solomon, J. F. **Guest Editorial in International Corporate Govarnance an the Impact of Recent Events.** Corporate Govarnance an International Review. 2003

Demirbaş, M., & Uyar, S. **Kurumsal Yönetim İlkeleri ve Denetim Komitesi.** Güncel Yayıncılık. 2006

Denis, D. K., & McConnel, J. J. **International Corporate Governance.** European Corporate Governance Institute (ECGI)". 2003

Doğan, M. **Kurumsal Yönetim.** Siyasal Kitapevi. 2007

Döner, B. **Kurumsal Yönetim (Corporate Governance) İlkeleri Işığında Kamuyu Aydınlatma Kavramı.** İstanbul: Marmara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü (Yayınlanmış Yüksek LisansTezi), 2004

Düren, A. **2000' li Yıllarda Yönetim: Sürekli Değişim ve Belirsizlik Ortamında Gelişen Yönetsel Yaklaşımlar.** İstanbul: Alfa Basım Yayın. 2002

Economic Commision For Europe. Corporate Governance in the ECE Region. (2003).

Ercan, M. **Değere Dayalı İşletme Finansı Finansal Yönetim**. Ankara: Gazi Kitabevi. 2005

Erdönmez, A. **Türkiye'de 2001 Yılındaki Mali Kriz Sonrasında Kurumsal Sektörde Yeniden Yapılandırma.** Bankacılar Dergisi, Sayı 47, 38. 203

Eren, A. **Sermaye Piyasalarındaki Kurumsal Yönetim İlkeleri.** Sermaye Piyasalarında Kurumsal Yönetim İlkeleri Konferansı. İstanbul. 2002

F. Hair, J., Black, B., Babin, B., Andserson, R., & Tatham, R. **Multivariate Data Analysis.** New Jersey: Prentice-Hall International,Inc. 1998

Glossary of Statistical Terms. https://stats.oecd.org/glossary/detail.asp?ID=6778 (Çevrimiçi) , 11.10.2017

Greenburry, S. **Report of a Study Group** chaired by Sir Richard Greenburry. İngiltere: Directors Remuneration. 1995

Gregory, H., & Simms, M. **Corporate Governance: What It Is and Why It Matters.** 9'th International Anti-Corruption Conference. Durban,South Africa. 1999

Gürbüz, A., & Ergincan, Y. **Kurumsal Yönetim: Türkiye'deki Durumu ve Geliştirilmesine Yönelik Öneriler.** İstanbul: Literatür Yayıncılık. 2004

Holly, J. G., & Jason, R. L. **Corporate Governance and the Role of Board of Directors.** Egon Zehnder International. 2000

http://www.workcube.com. http://www.workcube.com/index.cfm?fuseact%C4%B1on=public.detail_content&cid=847 (çevrimiçi) 10.11.2017

Hubert, O., & Langhe, T. D. **The Anglo-American versus the Continental European corporate governance model.** Empirical evidence of board composition, (s. 438). Belçika.

İbiş, C. **Finansal Raporlamada Kullanıcıların Beklentileri Ve Uygulamada Bunların Karşılanma Düzeyi Konusunda Yeniden Yapılanma.** SMMMO I. Uluslararası 2005

Jean, P. **Audit Committees: A Step Towards Better Corporate Governance**. Deloitte & Touche Kurumsal Yönetim Güvencesi İçin Denetim Komitesi Sempozyumu. İstanbul, 2003

Johnson, R., & Wichern, D. **Applied Multivariate Statistical Analysis.** New Jersey,: Prentice-Hall International,Inc. 2002

Karayel, M. **Türkiye' de işletmelerde Kurumsal Yönetim Bilincinin ölçülmesine İlişkin Batı Akdemiz Bölgesinden Bir araştırma.** Isparta: ,Süleyman Demirel Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü (Yayımlanmamış Yüksek Lisans Tezi). 2006

Kaufman, V. **Towards Transparency in Finance and Govarnance.** The World Bank Working Paper. 1999

Kıyılar, M., & Belen, M. **Kurumsal Yönetim İlkeleri ve Ulusal Finans Raporlama Standartları Açısından Gelişmeler.** Türkiye Muhasebe Standartları Sempozyumu. Girne: İzmir Serbest Muhasebeci ve Mali Müşavirler Odas. 2006

Koçel , T. **İşletme Yöneticiliği**, İstanbul: Beta Yayınevi. 2006

Koçer, B. **İçsel Bir Yönetişim Mekanizması Olarak Yönetim Kurulları,** İMKB' de İşlem Gören Şirketlerin Yönetim Kurulu Yapısı ve İşlevleri Üzerine Bir Araştırma. İstanbul: İstanbul Üniversitesi, SBE,

Yayınlanmış Doktora Tezi. 2005

Kula, V. **Kurumsal Yönetim: Hissedar Korunması Uygulamaları ve Türkiye Örneği.** İstanbul: Papatya Yayıncılık. 2006

Kurt, M., & Kayacan, M. **Kurumsal Yönetimde Finansal Ve Yönetsel Konular : "Kurumsal Yönetim İlkeleri" nin İçerik Analizi.** Orta Anadolu İşletmecilik Kongresi. İstanbul: TOBB Ekonomi ve Teknoloji Üniversitesi. 2005

La Porta, R., De Silanes, L. F., & Shejleir, A. **Investor Protection and Corporate Governance.** Journal of Financial Economics. 1999

Marka Tarihleri. http://markalartarihi.blogcu.com/xerox-un-kurulus-hikayesi-tarihcesi/8138966: (Çevrimiçi) 25.Kasım.2017

Menteş, A. **Kurumsal Yönetişim ve Türkiye Analizi.** İstanbul: Derin Yayınları. 2009

Merkezi Kayıt Kuruluşu — T.Y.İ.D. **Borsa Trendleri Raporu.** İstanbul: Merkezi Kayıt Kuruluşu- Türkiye Yatırımcı İlişkileri Derneği. 2011

Michael, C. J., & William, H. M. — **Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure**. Journal of Financial Economics, 305-360. 1976

Millstein, I. — **Corporate Govarnance: The Role of the Market Forces.** OECD Working Paper. 2000

ntv.com.tr. — http://arsiv.ntv.com.tr/news/160869.(Çevrim içi) 25.Kasım.2017

O.E.C.D. — **Kurumsal Yönetim İlkeleri.** İstanbul: Kurumsal Yönetim Derneği, Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü. 2004

O.E.C.D. — **Corporate Governance Principles.** OECD. 1998

Özalp, İ. **İşletmelerde Paydaş (Stakeholders) Kavramı ve Paydaşların Yönetimi: Arçelik ve Tusaş' ta Yapılan Bir Uygulama .** 9. Ulusal. Yönetim ve Organizasyon Kongresi Bildiriler Kitabı. İstanbul. 2001

Özdamar, K. **Paket Programlar ile İstatistiksel Veri Analizi 2** (Çok Değişkenli Analizler). Kaan Kitabevi. 2010

Öztürk, M. B., & Demirgüneş, K. **Kurumsal Yönetim Bakış Açısıyla Entellektüel Sermaye.** 2005

Paslı, A. **Anonim Ortaklık Kurumsal Yönetimi**. İstanbul: Beta Yayınları,. 2008

Pirgaip, B. **Türk Sermaye Piyasasında Uluslararası Muhasebe Standartlarına Uyum**. SPK Meslek Personeli Derneği Dergisi,, 7. (Sayı:10, Kasım - Aralık 2003)

Pulaşlı, H. **Corporate Governance Anonim Şirket Yönetiminde Yeni Model.** Ankara: Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü. 2003

Rencher, A. **Methods of Multivariate Analysis**. John Wiley&Sons, Inc. 2002

Worldcom www.riskonomi.com. **Risk Yönetimi Yetersizliğinin Batırdığı Dev**: çevrimiçi (15.07.2017). Worldcom www.riskonomi.com. (Çevrimiçi) (2017, Temmuz 15)

Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş. Saha Kurumsal Yönetim ve Kredi Derecelendirme Hizmetleri A.Ş.: http://www.saharating.com/~saharati/kurumsal-yonetim-derecelendirmesi/kurumsal-yonetim-derecelendirme-metodolojisi/ (Çevrimiçi) 21.Ekim.2017

Saharating. Kurumsal Yönetim Derecelendirme: http://www.saharating.com (Çevrimiçi)(2017, Aralık 5).

Saygılı, Ş. **Finans Kesiminde Yeni Eğilimler ve Kurumsal şirket Yönetimi.** Kurumsal Şirket Yönetimi (Corporate Govarnance) Konferansı TCMB. Ankara.

Semaye Piyasası Kurulu. Kurumsal Yönetim İlkeleri. aNKARA: SPK. 2005

T. C. Resmi Gazete — **Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği**. Resmi Gazete SPK Seri: VIII, No:40. 2007

Shelton, R.J., R. — **The ımportance of governance in the modern economy.** New Corporate Governance for the Global Company International Conference. 1998

Shleifer, A., & Vishny, R. W. — **A Survey OfCorporate Governance.** The JournalOf Finance, Vol. LII No:2. 1997

Smith, A. — **An Inquiry into The Nature and Causes of the Wealth of Nations**., (s. 261). 1776

Solomon, A. — **Could Corporate environmental reporting shadow financial reporting?** Accounting Forum, (s. 30-56). 2000

Şehirli, K. — **Kurumsal Yönetim.** Ankara: SPK Yeterlilik Etüdleri. 2004

T. C. Resmi Gazete **Bankaların Kurumsal Yönetim İlkelerine İlişkin Yönetmelik** (01.11.2006 tarih, 26333 sayılı). 2006

Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği **Kurumsal Yönetim İlkeleri Işığında Aile şirketleri Yönetim Rehberi.** İstanbul: TKYD. 2010

Taner, B., & Akkaya, G. **Sermaye Piyasası: Faaliyet Alanı ve Menkul Kıymetler,**. İzmir: Birleşik Matbacılık. 2004

Tuna, K. **Basel II Çerçevesinde Bankalarda Kurumsal Yönetim ve Türk Bankacılık Sektörünün Analizi.** 2008

Tuzcu, A. **Halka Açık Şirketlerde Kurumsal Yönetim Anlayışı İMKB 100 Örneği.** Yayınlanmış Doktora Tezi Ankara Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü. 2003

Tuzcu, A. **İMKB-100 Şirketlerinin Kurumsal Yönetim Anlayışı.** TOBB Ekonomi ve Teknoloji Üniversitesi Orta Anadolu İşletmecilik Kongresi (s. 8). Ankara: TOBB Üniversitesi. 2005

Türk sanayici ve İşadamları Derneği **Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu:** Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi. İstanbul. 2002

Türkiye Bankalar Birliği. **Bankalarda Kurumsal Yönetim**: Basel Bankacılık Gözetim Komitesi. Türkiye Bankalar Birliği. 1999

Türkiye Bankalar Birliği. **IMF'nin Tavsiye Ettiği Uluslararası Standartlar**. Türkiye Bankalar Birliği. 2000

Türkiye Sanayici ve İşadamları Derneği. **Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi.** Kurumsal Yönetim En İyi uygulama Kodu. İstanbul. 2002

Ülgen, H., & Mirze, K. S. **İşletmelerde Stratejik Yönetim.** İstanbul: Literatür Yayıncılık. 2004

Varış, M. **Sermaye Piyasalarında Kurumsal Yönetim İlkeleri**. İMKB Dergisi, Yıl: 5, Sayı: 19, İstanbul. 2001

www.denetimnet.net. Deloitte, Kurumsal Yönetim Serisi, Nedir Bu Kurumsal Yönetim?: http://www.denetimnet.net/UserFiles/Documents/Nedir%20bu%20kurumsal%20yonetim.pdf (Çevrimiçi) 13.Ekim.2017

www.ekodialog.com. Enron Enerji Devi Çöküşü: http://www.ekodialog.(Çevrimiçi) 13.Ekim.2017

Ziolkowski, R. **A re-examination of corporate governance: concepts, models, theories and future directions**. Doktora Tezi, University of Canberra: Faculty of Business, Law & Information Sciences . 2005