



Uluslararası Sosyal Araştırmalar Dergisi

The Journal of International Social Research

Cilt: 10 Sayı: 48 Volume: 10 Issue: 48

Şubat 2017 February 2017

www.sosyalarastirmalar.com Issn: 1307-9581

## KURUMSAL YÖNETİM İLKELERİ VE STANDARTLARI PRINCIPLES AND STANDARDS OF CORPORATE GOVERNANCE

Asiye Nur ZENGİN\*  
Ayşe ALTIOK YILMAZ\*\*

### Öz

Küreselleşen dünyada kurumsal yönetim gittikçe önem kazanmaktadır. Kurumsal yönetim, bir şirketin yönetimi, yönetim kurulu, hissedarları ve diğer menfaat sahipleri arasındaki bir dizi ilişkiyi içermektedir. Yatırımcılar da yaşanan şirket skandallarından sonra yatırımlarında kurumsal yönetime önem veren şirketleri tercih etmektedirler. Bu çalışma da küreselleşen dünyada değeri daha iyi anlaşılan kurumsal yönetim, kurumsal yönetim ilkeleri ve standartları ve Türkiye’deki kurumsal yönetim çalışmaları hakkında detaylı bir literatür çalışması yapmayı hedeflemektedir.

**Anahtar Kelimeler:** Kurumsal Yönetim, Kurumsal Yönetim İlkeleri, Türkiye’de Kurumsal Yönetim.

### Abstract

In the globalized world, corporate governance becomes more and more important. Corporate governance includes the relationships between management of the company, board of directors, shareholders and stakeholders. The corporate scandals have caused the investors prefer companies that have adopted the corporate governance disciplines while making investment decisions. The aim of this study is to make a broad literature review on the principles and standards of corporate governance and its practices in Turkey.

**Keywords:** Corporate Governance, Principles of Corporate Governance, Corporate Governance in Turkey.

### 1. Giriş

Kurumsal yönetim son yıllarda hem akademik alanda hem de iş dünyasında oldukça önemli ve üzerinde çalışmaların arttığı bir alan haline gelmiştir. Özellikle 2000’li yılların başlarında yaşanan Enron, Worldcom gibi büyük şirket skandalları ve bu şirketlerin iflası sonrası yatırımcıların ve diğer menfaat sahiplerinin ciddi zararlara uğraması kurumsal yönetime verilen önemin artmasına sebep olmuştur. Gelişmiş piyasalarda yaşanan bu skandallar kurumsal yönetimin sadece gelişmekte olan ülkelerde değil tüm ülkelerde önem verilmesi gereken bir konu olduğunu göstermiştir. Bunun yanı sıra gelişen dünyada şirketlerde yönetimin profesyonelleşmesi eğilimi ile birlikte yönetim ve sahiplik yapısı birbirinden ayrılmaya başlamış bu da beraberinde çıkar çatışmalarını getirmiştir. Literatürde vekalet problemi olarak adlandırılan bu sorunun çözümüne ilişkin öneriler de yine kurumsal yönetim kavramının ve kurumsal yönetim ilkelerinin gelişmesini sağlamıştır.

Ülkemizde de son 10 yılda kurumsal yönetime olan ilgi artmıştır. İlk olarak 2002 yılında Türk Sanayicileri ve İşadamları Derneği (TÜSİAD) tarafından “Kurumsal Yönetimin En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşlevi” çalışması yayımlanmıştır. Daha sonra 2003 yılında Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) “Kurumsal Yönetim İlkeleri”ni yayımlanmış ve halka açık şirketler için uygulama ya da uygulamıyorsa açıkla zorunluluğu getirilmiştir. Şirketlere her yıl açıklayacakları kurumsal yönetim uygulamalarına uyum raporunda ilkelere uyup uymadıklarını uymadılarsa neden uymadıklarını açıklamak zorunluluğu getirilmiştir. 2006 yılında Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu (BDDK) bankalar açısından kurumsal yönetim düzenlemeleri yapmıştır. 2011 yılında SPK tarafından yayımlanan kurumsal yönetim ilkelerinde yirmi tane ilke uyulması zorunlu ilke olarak yayımlanmıştır. Artık SPK’ya uyum zorunluluğu olan ilkelere aykırılık tespit edilmesi halinde yaptırım uygulama yetkisi verilmiştir. Diğer ilkeler için ise uy ya da açıkla kuralı geçerlidir. SPK düzenlemelerinin yanı sıra 2012 yılında yürürlüğe giren Türk Ticaret Kanunu (TTK) da kurumsal yönetime ilişkin düzenlemeler getirmiştir. Ayrıca 2007 yılında da Borsa İstanbul A.Ş. (Borsa) da Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY) oluşturulmuştur. Endeksteeki şirketlerin her yıl kurumsal yönetime uyum puanları açıklanmaktadır.

Kurumsal yönetim düzeyinin ölçülmesine ilişkin dünya çapında pek çok araştırma yapılmıştır. Bu analizlerin amacı yatırımcıların yatırım yapmayı düşündükleri şirketleri daha iyi analiz etmesine yardımcı

\* Uzman, Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş.

\*\* Yrd. Doç. Dr., Bahçeşehir Üniversitesi, İşletme Bölümü.

olmak olduğu kadar aynı zamanda şirketlerin performansları ile kurumsal yönetim uygulamalarının doğrudan bir bağının olup olmadığını ortaya koymaktadır.

Bu çalışmanın amacı da kurumsal yönetim kavramları, ilkeleri ve standartları hususunda kapsamlı bir bilgilendirme sunmaktır. Bu kapsamda öncelikle kurumsal yönetim kavramı üzerinde durulacak, kurumsal yönetim ilkeleri ve bu ilkeleri açıklayan yaklaşımlar hakkında kısaca bilgi verilecektir. Daha sonra kurumsal yönetim ilkelerinin firmalar açısından oluşturduğu potansiyel maliyetler ve faydalar üzerinde durulacaktır. Son olarak da yukarıda kısaca bilgi verilmiş olan Türkiye’de kurumsal yönetim ilkelerinin gelişimi ve gelinen aşama hakkında bilgi verilmeye çalışılacaktır.

## **2. KURUMSAL YÖNETİM KAVRAMI VE KAPSAMI**

### **2.1. Kurumsal Yönetim Tanımı**

Kurumsal yönetimin tüm dünyada geçerli tek bir tanımı bulunmamaktadır. Ancak kurumsal yönetimin gelişimine en büyük katkıyı yapan Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü (OECD, 1999), kurumsal yönetimi şu şekilde tanımlamaktadır: Kurumsal yönetim, bir şirketin yönetimi, yönetim kurulu, hissedarları ve diğer menfaat sahipleri arasındaki bir dizi ilişkiyi içermektedir. Kurumsal yönetim şirkette bulunan yönetim kurulu, yöneticiler, menfaat sahipleri, pay sahipleri gibi gruplar arasında sorumluluk ve hak dağıtımını belirlemekte ve şirketin hedefleri için karar alma mekanizmaları ile ilgili kurallar ve prosedürler belirlemektedir. Ayrıca kurumsal yönetim şirketin hedeflerinin nasıl belirleneceğini ve bu belirlenen hedeflere nasıl ulaşılacağını belirlemektedir.

Alp ve Kılıç’a (2014) göre kurumsal yönetim nerede ne amaçla ve kim tarafından kullanıldığına veya buna ilişkin ilkelerin hangi kuruluş tarafından yayımlandığına bağlı olarak değişik şekillerde tanımlanabilir.

Kurumsal yönetimin tanımı şirketin yönetim çerçevesinin, hissedarlarının ve diğer paydaşlarının beklentileri dikkate alınarak sürdürülebilir değer yaratacak şekilde tasarlanmasıdır. (Alp ve Kılıç, 2014)

Alacaklıoğlu’nun (2009) tanımına göre kurumsal yönetim, bir şirketin idare ve kontrol edilmesine etki eden süreçler, gelenekler, politikalar, kanunlar ve kurallar toplamıdır. Kurumsal yönetim aynı zamanda paydaşlar arasındaki ilişkileri ve yönetilen kurumun hedeflerini kapsamaktadır.

Pauly ve Reich’in (1997) tanımına bakacak olursak, kurumsal yönetim firma sahipleri, yönetim kurulu üyeleri, yöneticileri, kredi kuruluşları, tedarikçileri, çalışanları ve müşterileri içeren işletmenin çeşitli paydaşları arasındaki iç ilişkilerine yol gösteren geniş çaplı kurallar ve normlar bütünüdür.

Shleifer ve Vishny’e (1997) göre ise kurumsal yönetim, bir şirkete finans sağlayan yatırımcıların yatırımlardan bir kazanç sağlama konusunda kendilerini güvende hissetmelerini sağlayan yollarla ilgilidir.

Kısaca kurumsal yönetim, bir şirketin yönetim kurulu, ortakları ve diğer menfaat sahipleri yani paydaşları arasındaki ilişkileri düzenleyen kurallar bütünüdür. Amacı şirketin herhangi bir grup paydaşının menfaatinin diğer grupların önüne geçmesini engellemektir. Yapılacak olan tanım ülkeden ülkeye, sektörden sektöre, ekonomik yapıya, toplumsal ve kültürel faktörlere, şirketlerin ortaklık yapılarına göre farklılık gösterebilecektir.

### **2.2 Kurumsal Yönetimin Kavramsal Boyutları**

Kurumsal yönetimin ortaya çıkışı ile ilgili çeşitli teorik yaklaşımlar bulunmaktadır. Vekalet teorisi, paydaş teorisi, temsil teorisi, yönetsel egemenlik teorisi gibi pek çok yaklaşım literatürde yer almaktadır. Bunlardan en önemli olanlarının ve uygulamada en çok kabul görenlerinin vekâlet problemi ve kontrat teorisi ile paydaş teorisi yaklaşımı olduğu söylenebilir. Bu bölümde bu teoriler açıklanacaktır.

#### **2.2.1 Vekâlet Problemi ve Kontrat Teorisi**

Kurumsal yönetimin var oluşunun temelinde üretim faktörleri arasında oluşturulan kontratlar nedeniyle ortaya çıkan vekalet problemini ortadan kaldırmak bulunmaktadır (Shleifer ve Vishny, 1997). Üretim faktörleri şirketlerin mal veya hizmet üretmek için kullandığı doğal kaynaklar, hammadde, sermaye, iş gücü ve girişimciyi ifade etmektedir. Vekâlet teorisinin gelişmesi kontrat teorisinin gelişimiyle birlikte olmuştur. Vekâlet problemine literatürde ilk kez Berle ve Means 1932 yılında modern şirketler üzerinde yaptıkları araştırmada rastlanmaktadır. Kontrat teorisi ise ilk defa 1937 yılında Coase tarafından literatüre sokulmuştur. Daha sonra Jensen ve Meckling (1976) ve Fama ve Jensen (1983) tarafından geliştirilmiştir. Fama’ya göre (1980) şirketler her birinin kendi faydasını maksimize etmeye çalıştığı üretim faktörlerinin birbirleri arasında oluşturmuş oldukları kontratlar bütünüdür. Jensen ve Meckling (1976) vekâlet ilişkisini; bir veya daha fazla asilin başka kişileri kendilerine hizmet etmeleri için yetkilendirmeleri ve onları karar alma mercii olarak atamaları olarak tanımlamaktadır. Asil ve vekil grubunun amacı kendi faydalarını maksimize etmektir. Dolayısıyla vekil her durumda asil için en iyi olanı yapmayabilecektir. Bu durumda asilin istedikleriyle vekilin yaptıkları çatışacaktır. Bu bağlamda Jensen ve Meckling (1976) asillerin doğru teşviklerle veya onları gözlemleme maliyetine katlanarak vekillerin asillerin hedeflerine aykırı hareket etmelerinin önüne geçebileceğini belirtmektedir. Bazı durumlarda ise buna ek olarak, vekilin asillerin çıkarlarına aykırı hareket etmesini önlemek veya aykırı ettiği durumda ise kayıplarını telafi etmek için vekillerin sigortalama maliyetlerine katlanmaları gerekir. Ancak bu durumlarda bile sıfır maliyetle vekilin

asilin çıkarları doğrultusunda hareket edeceğinin garantisi yoktur. Bu maliyetler çoğu durumda pozitifdir. Bunlara ek olarak vekilin aldığı kararlar ile asilin refahını maksimize edecek kararlar arasında fark olacaktır. Bu da bir maliyet olarak ortaya çıkmaktadır. Sonuç olarak Jensen ve Meckling (1976) vekâlet maliyetini asilin gözetleme maliyeti, vekilin sigortalama maliyeti ve artık maliyetin toplamı olarak tanımlamıştır.

Vekâlet probleminde kontrat teorisi açısından bakacak olursak Fama ve Jensen'e (1983) göre, vekâlet probleminin ortaya çıkış nedeni kontratların oluşturulmasının ve uygulanmasının maliyetsiz olmayışıdır. Onlara göre vekâlet maliyeti yapıyı oluşturma, onu gözetlemek ve çıkar çatışmalarıyla ilgili vekillerle oluşturulacak kontratlardan oluşmaktadır. İdeal olan durum, asil ile vekil arasında mükemmel bir kontrat imzalanmasıdır (Shleifer ve Vishny, 1997). Ancak mükemmel bir kontrat oluşturabilmek için gelecekte oluşabilecek tüm çıkar çatışmalarını tahmin etmek ve bunlara yönelik alınacak aksiyonları kontrata dahil etmek gerekir. Ancak oluşabilecek her ihtimali önceden bilmek mümkün olmadığı için böyle bir kontrat yapmak mümkün değildir. Bu nedenle kontrattan doğan hakları Grossman ve Hart (1986) ikiye ayırmışlardır: spesifik haklar ve artık haklar. Spesifik haklar kontratta belirlenen koşullar ortaya çıktığında kullanılacak haklardır. Artık haklar ise kontratta yazmayan koşullar sonucunda oluşacak durumlarda kullanılacak hakları ifade etmektedir. Kontrata spesifik hakları yazmanın maliyeti yüksek olduğu durumlarda artık hakların tek bir tarafta olmasının daha optimaldir. Ancak tüm ayrı haklar tek tarafta olduğunda ise bu haklar karşı taraf için yitik durumda olmakta ve bu da şirkette bozulmalara neden olabilmektedir. Dolayısıyla artık hakların dağıtımını önem arz etmektedir.

Sonuç olarak vekalet teorisi şirketin sahipleri (hissedarları) ile yönetim arasındaki ilişkiyi vekalet sözleşmesinin tarafları olan "müvekkil" ile "vekil" arasındaki ilişki olarak tanımlanmaktadır. (Alp ve Kılıç 2014) Yukarıda da belirttiği gibi sahiplik ve yönetimin birbirinden ayrılması çeşitli maliyetleri beraberinde getirmekte olup bu maliyetlere kurumsal yönetim çare olarak düşünülmektedir.

Vekalet probleminde "Hissedarlar ile Yöneticiler Arasındaki Vekâlet Problemi" ve "Ana ve Azınlık Paylar Arasındaki Vekâlet Problemi" olarak iki açıdan bakılabilir.

#### **2.2.1.1 Hissedarlar ile Yöneticiler Arasındaki Vekâlet Problemi**

İki kişinin bir arada iş yaptığı her ortamda bir vekâlet probleminden bahsedilebilir (Grossman ve Hart, 1986). Şirketlere baktığımızda ise, vekâlet problemi yöneticiler ile hissedarlar arasında, tüm yönetici pozisyonları arasında, küçük hissedarlarla büyük hissedarlar arasında görülebilmektedir. Ancak bunlar arasında en çok tartışılan hissedarlar ile yöneticiler arasında olan vekâlet problemidir. Vekâlet maliyeti daha önce de bahsedildiği gibi sahiplik ile kontrolün birbirinden ayrılmasından kaynaklanmaktadır. Günümüz modern şirket yapılarında sahiplik ile kontrolün ayrıldığı sıklıkla görülmektedir. Sermaye piyasalarının gelişmesiyle birlikte yatırımcılar yatırımlarını çeşitli şirketler arasında düşük maliyetlerle dolaştırabilmektedir (Fama, 1980). Portföy teorisine göre, yatırımları çeşitli şirketler arasında çeşitlendirerek riski minimize edilebildiği için yatırımcılar tek bir şirketin nasıl yönetildiğiyle ilgilenmemektedir. Diğer yandan vekiller şirketi yönetmek için gerekli yetenek ve bilgi birikimine sahiptir ve bu insan kaynağını şirkete, şirketin performansına bağlı uygun oranda kullanılmaya isteklidir. Sonuç olarak yatırımcılar da şirkette yönetimde veya gözetimde rol alacak kaliteye ve isteğe sahip değildir ve yönetim ve karar kontrol haklarını devretmeye isteklidir (Fama ve Jensen, 1983). Bunun sonucunda sahiplik ile kontrol ayrılınca hissedarlar ile yöneticiler arasında vekâlet problemi baş göstermeye başlamaktadır. Yöneticiler kendi faydalarını maksimize etmeye çalıştıklarından aldıkları kararlarda asil için en iyi olan yerine kendi faydaları için iyi olanı yapmaya başlamakta ve asilin mal varlığında azalmalar olmaya başlamaktadır. Shleifer ve Vishny (1997), asil ile vekil arasında yapılan kontratta belirtilmemiş durumların ortaya çıktığı durumlarda kullanılacak olan artık hakların asilde olmasının optimal olduğunu belirtmiştir ancak asilin bu haklarını kullanması gerekli yetenek ve bilgi eksikliği nedeniyle mümkün değildir. Bu şartlar altında artık hakların büyük çoğunluğu vekillerin elindedir ve bu hakların verdiği yetkiyi şirket kaynaklarını istediği gibi dağıtmasına neden olacaktır. Vekiller kendi faydalarını maksimize etme gayesi taşıdıklarından bu fırsatı, asilin varlıklarına el koymak için kullanacaktır. Bu varlıklara el koyma çeşitli yöntemlerle olabilmektedir. Shleifer ve Vishny (1997) bunun ülkelere göre değişebileceğini söylemiştir. Yatırımcıların iyi korunmadığı ülkelerde bu doğrudan şirketlerden nakit kaçırma veya transfer fiyatlandırmasını kullanma gibi daha doğrudan olabilmektedir. Yatırımcı dostu olan ülkelerde ise yöneticiler asillerin varlıklarını kaçırmak için daha dolaylı yollar seçmektedir. Bunlar şirketi potansiyel büyüme oranından daha fazla büyütme, nakit yaratıcı operasyonlara ağırlık vermek gibi yollar olabilmektedir. Şirketin büyüme potansiyeli tüm üretim faktörlerinin en etkin şekilde kullanılması durumunda şirketin yakalayacağı büyüme oranıdır. Şirketin bu oranın üzerinde büyümesi şirketin uzun dönemde zararına olacaktır. Ancak yöneticilerin şirketle olan kontratları kısa vadeli olduğu için uzun dönemde şirketin istikrarlı büyümesinden kısa dönemde hızlı ve sağlıklı büyümesine odaklanabilmektedir. Şirketlerin net işletme sermayesinin yüksek olması şirketin fon yaratma konusunda başarısını gösterir ve yatırımcılar arasında olumlu yorumlanabilir. Ancak net işletme sermayesinin rakiplerine göre yüksek olması kaynakların atıl olarak beklemesi ve yatırıma dönüşmesini

engellemektedir.

Asil ile vekil arasındaki çıkar çatışmalarının önüne geçebilmek ve etkin bir gözetim sistemi kurulması adına asil ile vekil arasında vekili teşvik edici kontratlar düzenlenmesi gerekir (Jensen ve Meckling, 1976). Bu teşvik edici yöneticilerin belirli fiyattan şirketin hisselerini alma hakkı tanıyan opsiyon sözleşmeleri olabilir. Bu sözleşme sayesinde yöneticiler ellerindeki opsiyon hakkını kullanmak ve kar elde edebilmek adına şirketin hisse senedi fiyatını satın alma hakkı olan fiyattan daha yukarı çıkarmalıdır ki elindeki hakkı kullanarak piyasadan daha ucuza hisse senedi satın alıp daha sonra bunu piyasa fiyatından satıp kar edebilsinler. Bunun için de şirketin performansını arttırmaları gerekmektedir. Teşvik edici bir diğer yol ise yöneticileri hissedar yapmaktır.

Bu yolla şirketin hissedarı olan yöneticiler şirketi yönetirken kendi faydaları ile asillerin faydaları kesişir ve çıkar çatışması ortadan kalkar. Bir diğer yöntem de eğer yöneticinin performans değerleri düşerse onların sözleşmelerini feshetmekle tehdit etmektir (Fama, 1980). Bu tür teşvik edici kontratlar şirketlerde sıklıkla görülmektedir.

Asil ile vekil arasındaki vekâlet sorununu çözmek için vekilin kararlarını kontrol etmek etkili bir yol olarak gözükmektedir. Ancak ortaklık payları çok fazla hissedar arasında dağıldığı zaman, her bir hissedar tarafından ayrı ayrı karar kontrolüne katılmak mümkün olmamakta ve daha önce de bahsedildiği gibi hissedarların büyük çoğunluğunun bu konuda bilgi, beceri ve istekleri de bulunmamaktadır. Fakat şirketin ortaklık yapısında belirli hissedarlarda yoğunlaşma varsa, bu karar kontrolünü hissesi yoğun olan ortak yapmalıdır (Fama ve Jensen, 1983). Ortaklık payı yüksek olan hissedarlar şirketin karar ve stratejilerini etkileyebilecek kontrol gücüne sahip oldukları için asil ile vekil arasındaki vekâlet probleminin azaltılmasına yardımcı olabilirler (Shleifer ve Vishny, 1997). Ancak ortaklık paylarının bazı hissedarlarda yoğunlaşması başka bir vekâlet sorununu ortaya çıkarmaktadır. Bu konu bir sonraki başlıkta da inceleneceği üzere ana ortakla azınlık ortaklar arasındaki vekâlet problemidir.

#### **2.2.1.2 Ana ve Azınlık Paylar Arasındaki Vekâlet Problemi**

Şirket hisselerinin belirli kişilerde yoğunlaşması sayesinde asil ile vekil arasındaki vekâlet maliyeti ana ortak tarafından azaltılabilir. Ancak bu yararının yanında bir başka vekâlet problemine neden olabilir. Ana ortakla azınlık paya sahipler arasında vekâlet problemi ortaya çıkabilir. Shleifer ve Vishny (1997), birçok ülkedeki modern şirketlerde hissedar yoğunlaşmasının oldukça yaygın olduğunu ve şirketi kontrol gücüne sahip ana ortak ile azınlık ortaklar arasında vekâlet probleminin sıklıkla görüldüğünü belirtmişlerdir. Özellikle Kıta Avrupası ülkelerinde ortaklık paylarının çok dağılmadığı genellikle belirli kişilerde yoğunlaştığı görülmektedir. Bu ülkelerde aile şirketlerinin yoğun olduğu gözlenmektedir. Ana ortaklar kendi çıkarları için çalışmaktadır ve bu çıkarları da her zaman diğer ortakları ile aynı olmayabilir. Bu durumda sahip olduğu kontrol haklarını kendi mal varlığını maksimize etmek için kullanacaktır. Bu çerçevede şirkette kontrol hakkını elinde bulunduran bir ana ortağın olmasının bazı maliyetleri olmaktadır (Shleifer ve Vishny, 1997). Bunlar doğrudan olabildiği gibi dolaylı da olabilir.

Şirketteki ana ortaklar şirketin nakit akımlarının kontrolünü ellerinde bulundurdukları durumda, kendilerini harcamalarda öncelikli olarak görecektirler. Bu durum özellikle kendi hisselerinin oy hakkı imtiyazı bulunuyorsa veya şirketi hiyerarşik bir yapıyla yönetiyorlarsa ortaya çıkmaktadır (Grossman ve Hart, 1986). Bu durumlarda ana ortak nakit akımlarını hissedarların pay oranlarına göre değil sadece kendileri için kullanacaktır çünkü yapmak için sadece isteği değil ayrıca bunu yapabilecek yetkisi de vardır. Bunu kendi hissesine özel kar payı dağıtarak yapabileceği gibi kendisinin kontrol ettiği diğer şirketlerle iş ilişkileri kurarak da yapabilmektedir. La Porta vd. (2000) firmada ana ortakları ve yöneticileri içeridekiler ve kredi verenlerle azınlık ortakları ise dışarıdakiler olarak tanımlamıştır. İçeridekilerden ana ortak da olsa yöneticiler de olsa şirketi kontrol etmek için gerekli kontrolü ele geçirdiklerinde zarar gören her zaman dışarıdakiler olacaktır. Bu yüzden dışarıdaki yatırımcılar yasalarla korunmalıdır (La Porta vd. 2000).

#### **2.2.2 Paydaş (Stakeholder) Teorisi**

Paydaş kelimesi ilk olarak 1963'te yapılan Stanford Araştırma Enstitüsünde yapılan bir bildiriye yönetim literatüründe kullanılmıştır. Paydaşlar, hissedarları, sendikaları, finansal kurumları, çalışanları, müşterileri, tedarikçileri ve toplumu içermektedir. Yani kısaca, paydaşlar örgütün amacına ulaşmasını etkileyen ya da bundan etkilenen tüm grup ve kişilerdir (Freeman, 2010).

Seksenli yıllarda şirketlerin toplumdaki yeri ve görevinin ne olduğu tartışılmaya başlanmıştır. Özellikle gelişmiş ülkelerde bireylerin ve organizasyonların etik kurallara olan ilgisi artmıştır. Bunun sonucu olarak şirketler tarafından doğaya verilen zararlar, çalışanlara karşı uygunsuz davranışlar, müşteri memnuniyetsizliğine yol açan veya onları tehlikeye atan üretim hataları medyada yer almaya başlamıştır. Yatırımcılar ve yatırım fonu yöneticileri yatırım kararı alırken ekonomik verilerin yanında şirketlerin sosyal sorumluluğunu da dikkate almaya başlamıştır. Tüketiciler satın alma kararlarında şirketlerin sosyal performansları konusunda daha hassas hale gelmiştir (Harrison ve Freeman, 1999). Son yıllarda çevre konusunda hassas yatırımcılar için sadece doğaya zarar vermeyen şirketlerin portföyünde yer alabildiği

yeşil yatırım fonları (green funds) kurulmuştur.

Paydaş yaklaşımına göre yöneticiler şirketin tüm paydaşlarını tatmin edecek süreçleri tasarlamalı ve uygulamaya koymalıdır. Bu yaklaşımın amacı, hissedarlarla, çalışanlarla, müşterilerle, tedarikçilerle, topluluklarla ve diğer gruplarla olan ilişkileri ve onların çıkarlarını uzun dönemde şirketin başarısını sağlayacak şekilde yönetmektir (Harrison ve Freeman, 1999).

Paydaş teorisinin 3 temel yaklaşımı vardır. Bunlar, kuralcı (normatif) yaklaşım, tanımlayıcı (betimsel) yaklaşım ve araçsal yaklaşımdır (Donaldson ve Preston, 1995).

Tanımlayıcı (betimsel) yaklaşım, şirketin spesifik karakteristik özelliklerinin ve davranışlarının ne olduğunu tanımlayan, bazen de açıklayan bir model sunmaktadır (Donaldson ve Preston, 1995).

Araçsal yaklaşım, şirketin paydaş yönetimi ile şirketin büyüme, karlılık gibi geleneksel hedeflerine ulaşması arasındaki bağlantıyı incelemektedir. Kullanılan yöntem ne olursa olsun araştırmaların amacı şirketin paydaş yönetim politikaları ile şirketin geleneksel hedeflerine ulaşmada diğer yaklaşımlardan daha iyi olduğunu veya en az onlar kadar iyi olduğunu göstermektir (Donaldson ve Preston, 1995).

Kuralcı (normatif) yaklaşım, şirketlerin fonksiyonlarını, şirketin operasyonlarıyla ve yönetimiyle ilgili ahlaki ve felsefi ilkeleri ortaya koymaktadır (Donaldson ve Preston, 1995). Bu yaklaşıma göre, hiçbir paydaş diğer paydaşlardan daha üstün ayrıcalıklara sahip değildir. Pay sahipleri, sermaye yatırımları üzerinde adil bir kar hakkına sahiptir. Çalışanlar, adil ücret hakkına sahiptir ve müşteriler de verdikleri fiyat karşılığında kaliteli bir ürün alma hakkına sahiptir (Saint, 2005).

Paydaş teorisi, literatürde şirketlerin, çok sayıdaki paydaş çıkarı arasındaki dengeyi sağlamalarının çok zor olduğu gerekçesiyle eleştirilmektedir (Maher ve Andersson,1999).

### **2.2.3 Kurumsal Yönetimin Temel İlkeleri**

Kurumsal Yönetimin temel ilkeleri eşitlik, şeffaflık, hesap verebilirlik, sorumluluk, disiplin, bağımsızlık ve sosyal sorumluluk olarak sıralanabilir. Ancak bunların içerisinde genellikle eşitlik, şeffaflık, hesap verebilirlik ve sorumluluk kavramları kurumsal yönetimin temel kavramları olarak kabul edilmektedir.

#### **2.2.3.1 Eşitlik**

Paydaş teorisi bölümünde de anlatıldığı üzere, eşitlik ilkesine göre şirket tüm paydaşlarına (pay sahipleri, çalışanlar, yönetim kurulu, tedarikçiler, müşteriler, çevre sakinleri, doğa, devlet vs.) karşı eşit mesafede olmalı ve hepsine eşit davranmalıdır.

Azınlık hissedarları ve yabancı ortaklarda dahil olmak üzere, hissedar haklarının korunması bu ilke altında incelenmektedir. (Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği, Ekonomi Gazeteciliği İçin Kurumsal Yönetim El Kitabı, 2011 s.16)

#### **2.2.3.2 Şeffaflık**

Bushman vd. (2004) şeffaflığı firma özelindeki bilgilerin dışarıdaki yatırımcılar ve paydaşlar tarafından erişilebilirliği olarak tanımlamıştır. Black (2001), güçlü sermaye piyasalarının oluşması için, azınlık pay sahiplerinin şirketin işlemleri hakkında yeterince bilgi sahibi olması ve şirket yöneticileri ve büyük pay sahipleri tarafından, yatırımlarının değerini düşürecek kararlar almalarını engelleyecek kompleks hukuki ve kurumsal yapıların olması gerektiğini belirtmiştir. Bunu sağlamak için şirketlerin şeffaf olması ve yatırımcının kararlarını etkileyebilecek her türlü bilgiyi tam, zamanında, doğru ve güvenilir bir şekilde pay ve menfaat sahiplerine ulaştırması gerekmektedir. Şirketler şeffaflığın gereklerine uymadıklarında piyasada asimetrik bilgi oluşacaktır.

#### **2.2.3.3 Hesap Verebilirlik**

Kurumsal Yönetim anlayışına göre, Yönetim Kurulunun tek hesap vereceği mercii sadece genel kurul değildir. Yönetim kurulu tüm paydaşlarına karşı aldığı kararlar için hesap verebilmelidir.

#### **2.2.3.4 Sorumluluk**

Sorumluluk kavramı ise şirket faaliyetlerini yürütürken alınan kararların, uygulamaların şirketin ana sözleşmesine, yönetmeliklere, mevzuata uygun olmasını ve bu uygunluğun denetlenmesi gerekliliğini belirtir.

Kurumsal yönetim ilkeleri, kanunların sorumluluk açısından asgari standartlar olduğunu, gerçek anlamda sorumlu şirket davranışının ise kanunların ötesine geçilerek yerine getirileceğini vurgulamaktadır. (Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği, Ekonomi Gazeteciliği İçin Kurumsal Yönetim El Kitabı, 2011 s.16)

### **2.2.4 OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri**

OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri, 1998 yılında kurumsal yönetim ile ilgili bir dizi standart ve yol gösterici ilkenin geliştirilmesi çağrısı üzerine ortaya çıkmıştır. (Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği, OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri, 2005)

Bu ilkelerin oluşturulmasının arkasında 1997-1988 Asya krizleri, Enron, Worldcom vb. şirket skandalları gibi pek çok etken vardır. OECD tarafından oluşturulan bu ilkeler OECD üyesi olan ve olmayan ülkelerde kurumsal yönetim anlayışının oluşturulması ve geliştirilmesi için tavsiye niteliğindedir, herhangi

bir bağlayıcılığı yoktur. 1999 yılında oluşturulan bu ilkeler konjonktürel gelişmeler ışığında 2004 yılında revize edilmiştir. İlkeler doğası gereği gelişmeye açıktır ve koşullardaki belirgin değişimler ışığında gözden geçirilmelidir. (Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği, OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri, 2005)

Kurumsal Yönetim İlkeleri, OECD'ye üye olan ve olmayan hükümetlere, ülkelerinde kurumsal yönetim ile ilgili yasal, kurumsal ve düzenleyici çerçeveyi değerlendirmede ve geliştirmede yardımcı olmayı hedeflemektedir. (Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği, OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri, 2005)

İlkeler şu alanları kapsamaktadır: Etkin Kurumsal Yönetim Çerçevesi Temelinin Tesisi; Hissedarların ve Hakları ve Temel Sahiplik İşlevleri; Hissedarların Adil Muamele Görmesi; Kurumsal Yönetimde Paydaşların Rolü; Kamuya Açıklama Yapma ve Şeffaflık Yönetim Kurulunun Sorumlulukları.

### **2.2.5 Dünyada Kurumsal Yönetim Uygulama Modelleri**

Her ülkenin kurumsal yönetim uygulamaları birbirinden farklılık göstermektedir. Her ülke kurumsal yönetime kendi kültürünü, iş yapma şeklini yansıtmaktadır. Bu açıdan ülkelerdeki uygulamaları birbiriyle aynı gruplara ayırmak mümkün olmasa da birbirine benzeyen ülkeleri gruplara ayırmak mümkündür. Bu açıdan ülkelerdeki uygulamalara bakıldığında dünyada kurumsal yönetim uygulamalarında iki ana sistemden bahsedilebilir. Bunlardan ilki Kıta Avrupası Sistemi diğeri ise Anglosakson sistemidir.

Kıta Avrupası sisteminde, pay sahipliği dağılmamıştır. Bankalar, şirketler veya aileler şirketlerin ana ortaklarıdır. Şirketin kontrolü ana ortağın elindedir. Şirketin yönetim kurulu üyeleri ana ortakla ilişki içerisinde. Sermaye piyasalarının likiditesi görece daha düşüktür. Şirketin yöneticileri arasında yakın ve güvene dayanan ilişkiler bulunmaktadır. Şirketler uzun dönem kaynaklarını ticari bankalar aracılığıyla sağlamaktadır. Kıta Avrupası sistemi kurumsal yönetime paydaşlar açısından yaklaşmaktadır. Sadece pay sahiplerine değil, çalışanlar, müşteriler, tedarikçiler ve toplum gibi diğer menfaat sahiplerine de odaklanmaktadır (Baums, 1993). Bu sistemin uygulandığı ülkelere başta Almanya olmak üzere, Belçika, İtalya ve Fransa örnek gösterilebilir.

Anglosakson modelde ise şirkette hissedarların payları dağınıktır, bir hissedarda yoğunlaşma yoktur. Yönetim kurulu üyeleri kontrolü kendi ellerinde tutmaktadır, herhangi bir hissedarla ilişkileri bulunmamaktadır. Bağımsız kurul üyeleri önemli bir rol üstlenmektedir. Sermaye piyasalarının likiditesi oldukça yüksektir. Anglosakson sistem, kurumsal yönetime hissedarlar açısından yaklaşmaktadır (La Porta vd., 1997). Daha önce de bahsedilen vekâlet probleminin ortaya çıkmasını önleyerek vekâlet maliyetini azaltmayı amaçlamaktadır. Bu sistemin uygulandığı ülkelere başta İngiltere ve ABD olmak üzere Avustralya ve Yeni Zelanda örnek gösterilebilir.

Dünyada kurumsal yönetimle ilgili oluşan bir diğer farklılık, oluşturulan kuralların uygulanması konusundadır. Bu konuda iki yaklaşım bulunmaktadır. Bu yaklaşımlardan ilki, kurumsal yönetime uyumun mevzuatla zorunluluk haline getirilmesidir. Zorunluluk haline getirilen en iyi kurumsal yönetim ilkeleri nadir görülmekle birlikte, daha çok çıkarılan yasalarla zorunlu hale getirilmektedir. Yasal zorunluluğa en büyük örnek 2002 yılında ABD'de çıkarılan Sarbanes-Oxley kanunudur. 2002 yılında yaşanan şirket skandalları sonrasında yaşanabilecek skandalları önlemek adına Sarbanes-Oxley kanunu yürürlüğe girmiştir (Aguilera ve Cuervo-Cazurra, 2009). Şirketlerin bu kanuna uymak dışında başka bir alternatifi bulunmamaktadır. Bu yasanın amacı denetimde bağımsızlığın sağlanması, firmaların şeffaf bir yapıya kavuşturulması ve kamuya doğru, güvenilir bilginin aktarılmasıdır. Kıta Avrupası ülkelerinde kurumsal yönetimle ilgili zorunluluklar görülmektedir. Dünya genelinde getirilen bu yasal düzenlemelerin firmaların maliyetlerini arttıracığı, halka açılmalara sekte vuracağı düşüncesi ortaya atılsa da yaşanan skandallar ve bu skandalların yarattığı kayıplar göz önünde bulundurulduğunda bu maliyetlerin önemsiz kaldığı söylenebilir.

Diğer yöntem ise uy ya da açıkla prensibinin uygulanmasıdır. Bu yöntemde borsa şirketleri için kurumsal yönetim ilkelerine uymakla ilgili bir zorunluluk getirilmemektedir. Ancak şirketler kurumsal yönetim ilkelerine uyup uymadıklarını, uymadıkları ilkelere de neden uymadıklarını halka açıklamak zorundadır. MacNeil ve Li'ye (2006) göre bu yaklaşımın altında yatan iki neden vardır. İlki firmaların kendi karakterlerine uygun olan ilkeleri uygulamaları, diğeri de piyasanın şirketlerin uygulamalarını gözetleyeceği ve bunu fiyatlara yansıtacağı varsayımdır. Uy ya da açıkla yaklaşımı Anglosakson ülkelerinde görülmektedir.

### **2.3 Kurumsal Yönetimin Maliyeti ve Gereklilikleri**

Kurumsal yönetim ilkelerinin hayata geçirilmesinin halka açık ve halka açık olmayan şirketler açısından pek çok faydasının olmasının yanı sıra şirketlere yüklediği çeşitli maliyetlerde bulunmaktadır. Uygulanması gereken ilkeler şirketin mevcut yapısında değişikliklere gidilmesi anlamına geleceğinden, şirkette var olan iş yapış şekilleri ve yönetim süreçleri yeniden tasarlanacaktır. Bu işleri yapmak için şirket zaman ve kaynak ayırmalıdır. Kurumsal yönetim ilkelerini hayata geçirmenin maliyeti şirketler için bazen caydırıcı olabileceği de düşünülmektedir.

Örneğin Sarbanes Oxley yasası çıktıktan ABD’de yapılan bir araştırmada şirketlerin üst düzey yöneticileri yasaya uyum maliyetlerinin yasanın sağladığı faydalardan çok olduğu yönünde görüş belirtmiştir. (Alp ve Kılıç, 2014) Bu bölümde kurumsal yönetim ilkelerinin şirketler için potansiyel maliyetine değinilecektir.

### **2.3.1 Şirketler Açısından Potansiyel Maliyet Unsurları**

Şirketler için maliyet unsuru olan birinci konu şeffaflığın gereklerini yerine getirmektir. Şeffaflık, kamunun bilme hakkı ile şirketin bilgi saklama hakkının kesiştiği noktadadır. Burada kamunun bilme hakkı, menfaat sahiplerinin şirket ile ilgili kendilerini ilgilendiren her türlü bilgiyi ifade etmektedir. Şirketin bilgi saklama hakkı ise şirket ile ilgili her türlü bilgiyi toplama, kullanma ve açıklama hakkının şirkette olmasıdır. Ancak pay ve menfaat sahipleri şirketin yönetimi, finansal ve hukuki durumu ile ilgili olarak düzenli ve güvenilir bilgiye erişmek isterler. Bu nedenle şirketler ticari sırları dışında kalan, şirketin pay ve menfaat sahiplerini etkileyebilecek her türlü bilgiyi kamuya açıklamalıdır.

Kamuya açıklanan bilgiler tarafsız olmalıdır. Şirketle ilgili tarafların bir veya birkaçının bilgi alma ihtiyaçlarını karşılayacak şekilde yapılan bilgi açıklamaları, bilgi asimetrisine neden olacaktır. Şirketler hiçbir şart altında kendi aleyhlerine sonuçlar doğurabilecek bile olsa açıklanması gereken bilgilerin açıklanmasında tereddüt etmemelidir. Pay ve menfaat sahiplerini ilgilendiren bilginin zamanında açıklanması gerekmektedir. Ancak burada önemli bir nokta da kamuya açıklanan şirket bilgilerinin ticari sır kapsamında olmaması ve şirketin rekabet gücünü engelleyerek zararına neden olabilecek sonuçlar doğurmamasıdır.

Kamuya açıklanacak bilgiler iki bölüme ayrılabilir. İlki kamuya düzenli olarak açıklanan finansal tabloları içermektedir. Halka açık şirketler finansal tablolarını bağımsız denetimden geçirmek zorundadır. Bağımsız denetimden geçirilen tablolar üç aylık dönemler halinde halka açıklanmaktadır. Şirketlerin finansal tablolarını bağımsız denetime tabi tutmaları onlar için bir maliyet unsurudur. Açıklanması gereken diğer bilgiler ise özel durum açıklamalarıdır. Şirketin değerini etkileyebilecek bilgiler öğrenildikleri anda kamuya açıklanmalıdır. Ancak şirket sorumluluğu kendisinde olmak kaydıyla, meşru çıkarlarının zarar görmemesi adına bilgilerin açıklanmasını geciktirebilir. Bu durumda açıklamayı geciktiren neden ortadan kalktığı anda bilgiler hemen, geciktirmenin nedenleri ile birlikte kamuya açıklanmalıdır.

Şirketlerin internet sitesi kolay bulunabilir ve ulaşılabilir olmalıdır. Şirketin internet sitesine girmek istendiğinde internet sitesinden kaynaklı sorunlar yaşanmamalıdır. Pay ve menfaat sahipleri kamuyu aydınlatma ilkeleri gereği şirket ile ilgili bilgiye düşük maliyetlerle ve kolay ulaşmalıdır. Günümüzde bunu yapmanın en iyi yolu internetten bu bilgilere ulaşmaktır. Bunu sağlamak için şirketler bu bilgilere kendi internet sitelerinde yer vermelidir. Küreselleşmenin etkisi ve BİST’teki yabancı payının %60- 65 olması nedeniyle pay ve menfaat sahipleri arasında Türkçe bilmeyenlerin de olması ihtimali göz önüne alındığında, onların da şirketle ilgili bilgiye kolayca ulaşmaları için şirketler kendi internet sitelerine koydukları açıklamaları İngilizce olarak da hazırlamalıdır. Bu yapının sağlanması da yine bir maliyet kalemi olarak sayılabilir.

Şirketlerin şeffaflığın gereklerinden bir diğeri de faaliyet raporu hazırlanmasıdır. Faaliyet raporu, şirketin o andaki ve potansiyel pay ve menfaat sahiplerine bilgi vermek için yıllık olarak hazırlanır. Faaliyet raporu sayesinde şirketler kendi vizyon, misyon ve geleceğe yönelik hedeflerini anlatabilmektedir. Şirketle ilgili en kapsamlı bilginin yer aldığı faaliyet raporları, pay ve menfaat sahipleri ile iletişimin en etkili aracıdır.

Menfaat sahipleri SPK kurumsal yönetim ilkelerinde, şirketin hedeflerine ulaşmasında veya faaliyetlerinde ilgisi olan çalışanlar, alacaklılar, müşteriler, tedarikçiler, sendikalar, çeşitli sivil toplum kuruluşları gibi kişi, kurum veya çıkar grupları olarak tanımlanmaktadır. Şirket menfaat sahiplerinden olan çalışanları kurumsal yönetim gereği karar mekanizmasına dahil etmelidir. Onları ilgilendiren konularda onların ve ilgili sendikaların görüşleri alınmalıdır. Şirket işe alım politikaları oluşturmalı ve eşit işe eşit fırsatlar sunmalıdır. Bunun yanında çalışanlarının bilgi, beceri ve görgülerini artırıcı eğitim programları hazırlamalıdır.

Tüm bu düzenlemelerin yapılması şirketler açısından ekstra bir maliyet olarak görülebilmektedir. Şirket bünyesinde bu sistemlerin oluşturulması, nitelikli ve yeterli sayıda personelin istihdam edilmesinin gerekliliği şirketlerin katlanması gereken maliyetler arasında gösterilebilir.

### **2.3.2 Düzenleyici Kuruluşların Katlandığı Maliyetler**

Kurumsal yönetim ilkelerinin hayata geçirilmesinde oluşacak potansiyel maliyetler yalnızca şirketler açısından değil düzenleyici denetleyici kuruluşlar açısından da değerlendirilmelidir. Düzenleyici kuruluşların düzenleme yapabilmesi için araştırma yapması, bilgi toplaması, düzenlemelerin hazırlanması, düzenlemelere uyulup uyulmadığının kontrolünü gerçekleştirmesi, uyumsuzlukların tespiti halinde yaptırım uygulanması, uyuşmazlıkların çözümü gibi konularda insan, zaman ve kaynak ayrılacak olması bu maliyetler arasında gösterilebilir. (Kılıç, 2008)

### 2.3.3. Kurumsal Yönetimin Faydaları

Kurumsal yönetim ilkelerini hayata geçirmek elbette şirketler için maliyetsiz değildir. Kurumsal yönetim için gerekli kontratları oluşturmak, iş süreçlerini revize etmek, yönetim kurulunda gerekli değişiklikleri yapmak, paydaşların çıkarlarını da karar alma mekanizmasına dahil etmek, şeffaflığın gereklerini yerine getirmek şirketler için maliyet unsurudur. Ancak yine de şirketler kurumsal yönetim uygulamalarını hayata geçirmektedir.

Yaşanan şirket skandalları ve yatırımcıların bu skandallardan zarar görmesi yatırım kararı alan kişi ve kurumların dikkatini kurumsal yönetim üzerine çekmiştir. Daha öncede bahsedildiği gibi yatırımcılar riski minimize etmek adına kurumsal yönetim ilkelerinin hayata geçirildiği şirketlere yatırım yapmayı tercih etmektedir.

İlkelere uyum sağlayan şirketlerin tüm paydaşlarının şirkete olan güveni artmakta, bu şekilde şirketin kaynak, tedarikçi, müşteri, çalışan bulması kolaylaşmaktadır. (Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği, Ekonomi Gazeteciliği İçin Kurumsal Yönetim El Kitabı, 2011 s.23)

Pricewaterhouse Coopers eski CEO'su olan Samuel DiPiazza "Eksik ve güvenilirlikten uzak bilgilendirmenin etkileri bir şirketi veya bir sermaye piyasasını aşabilir. Tüm ekonomi bundan zarar görebilir." sözleriyle kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanmasının sadece şirketler için değil piyasalar açısından da önemli ve faydalı olduğunu vurgulamıştır.

Tüm bunlar göz önünde bulundurulduğunda kurumsal yönetimin şirketlere ve piyasalara sağladığı faydalara aşağıda yer verilmiştir.

#### 2.3.3.1 Yönetimde Oluşacak Anlaşmazlıkların Çözümü

Şirket hissedarları ile yönetim kurulu arasında, azınlık hissedarlarla kontrolü elinde tutan hissedarlar arasında ya da yönetim kurulu üyelerinin kendi arasında çıkabilecek anlaşmazlıkların çözümünde ve bu anlaşmazlıkların azaltılmasında kurumsal yönetimin rolü oldukça büyüktür.

Kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanması şirketlerde oluşan ihtilaflar en kısa sürede ve en az maliyetlerle çözümlenmesine yardımcı olur.

#### 2.3.3.2 Dış ve İç Baskıyla Yüzleşmek ve Cevap Vermek

Dış baskı küreselleşme ile birlikte gelen yoğun rekabetten, kıt kaynaklardan ve diğer rakiplerin maliyetlerindeki değişimlerden kaynaklanmaktadır. İçsel baskı ise yatırımcılardan kaynaklanmaktadır. Yatırımcılar risklerini azaltmak adına yatırım yaptıkları şirketteki kurumsal yönetim uygulamalarının üst düzey olmasını istemektedirler. Kurumsal yönetim açısından zayıf uygulamaların ve kanuni gerekliliklerin az olduğu finansal pazarlara yatırımcılar daha az ilgi göstermekte, dolayısıyla dış kaynak kullanımı zorlaşmaktadır.

#### 2.3.3.3 Şirket Derecelendirme Notunu İyileştirme Çabası

Derecelendirme, firmalarının verdiği not ile şirketin kurumsal yönetim performansı arasında pozitif bir ilişki bulunmaktadır. Özellikle kamuya açıklamanın kalitesinin yüksek olması şirketin derecelendirme notuyla pozitif bir ilişki içerisindedir. Bu sayede şirket iyi kurumsal yönetim uygulamalarının faydasını uzun vadeli ve düşük maliyetli kaynak bularak görmektedir (Aman ve Nguyen, 2013).

#### 2.3.3.4 Birleşme ve Devralmaların Artması

Küreselleşmenin getirdiği etki ile birlikte artık dünyanın her yeriyle iş yapılabilen, her yere yatırım yapılabilir. Özellikle 2008 krizi öncesi yaşanan gelişmekte olan ülkelere doğrudan yatırım olarak gelen yabancı sermaye sahipleri genelde bir işi yeniden kurmak yerine o ülkede kurulmuş bir şirketi devralmak veya şirkete ortak olmak yoluyla ülkeye doğrudan yatırım yapmayı tercih etmektedir. Yabancı sermayenin yatırım yapacağı şirketi seçerken şirketin kurumsal yönetim ilkeleri doğrultusunda yönetilmesi önemli bir karar kriteridir. Şirketin kurumsal yönetim kalitesini arttırmak için sarf ettiği efor yabancı yatırımcıların şirkete olan ilgisini de arttırmaktadır (Kim vd. 2010). Ayrıca OECD, kurumsal birleşme ve devralmaların, kurumsal yönetimi uygulayan şirketlerin şeffaflığa sahip olmaları nedeniyle, daha güvenle yapılacağını belirtmiştir.

#### 2.3.3.5 Düşük Sermaye Maliyeti

Kurumsal yönetim doğrultusunda yönetilen firmaların sermaye piyasalarında fon bulma maliyeti, kurumsal yönetim uygulamalarına geçmemiş olan firmalara oranla daha düşüktür. Yatırımcının korunması, yatırımcının yatırım yapma isteğini arttıran bir etkidir. Bu nedenle kurumsal yönetim uygulamalarını benimsemiş olan şirketlere yatırım yapma isteği daha fazladır (Klapper ve Love, 2004). Bu da demektir ki eğer bir firma ileride fon ihtiyacı duyacaksa bugünden kurumsal yönetimi uygulamaya başlamalıdır ki ileride fon sağlarken daha az maliyete katlansın (La Porta vd., 1999).

#### 2.3.3.6 Pay Sahiplerinin İsteklerini Dengelemek

Bazen bazı pay sahiplerinin değişik talepleri olabilmekte ve bu da şirketin genel olarak hedeflerinden farklı olduğunda şirkete zarar verebilmektedir. Bu gibi durumlarda şirketin tüm pay sahiplerinin menfaatlerini koruyacak çeşitli kurallar ve prosedürleri içerecek bazı kurumsal yönetim



ilkelerine sahip olması farklı çıkar gruplarının isteklerinin dengelenmesi ve şirket açısından optimal kararın verilmesi yönünde önemli bir etkidir. Bu sayede pay sahiplerinin menfaatleri arasında denge sağlanmış olacaktır.

### 2.3.3.7 Diğer Faydalar

OECD'nin yayınlamış olduğu kurumsal yönetimi pratik kılavuzu raporunda yukarıda bahsedilen sayısal faydaların yanında bazı niteliksel faydalar da bulunmaktadır. Bunlar aşağıda sıralanmıştır (2009),

- Kurumsallaşmış süreçler sayesinde işleri yürütmek için belirli insanlara daha az bağımlı olunması,
- Yatırımcı kitlesi tarafından şirkete daha güvenle bakılması,
- Ulusal ve uluslararası kuruluşlar dahil menfaat sahipleri tarafından daha fazla fark edilmek,
- İç kontrol ve karar alma mekanizmalarındaki denetimler dahil iş süreçlerinde azımsanmayacak iyileştirmeler.

Tüm bu süreçler dikkate alındığında kurumsal yönetim uygulamalarının hayata geçirilmesinin şirketler açısından yaratacağı potansiyel faydaların potansiyel maliyetlerden daha fazla olduğu söylenebilir. Kurumsal yönetim ilkelerinin hayata geçirilmesi aynı zamanda ülke ekonomisine de katkıda bulunacaktır. Ülkenin ve piyasanın imajının artması, finansal sistemin ve sermaye piyasalarının gelişmesi, yolsuzlukların ve şirket skandallarının önüne geçilmesi, yabancı sermaye akışının sağlanmasının yanı sıra yerli sermayenin de yurtiçinde kalmasının sağlanması gibi pek çok potansiyel katkıdan söz edilebilir.

## 3. TÜRKİYE'DE KURUMSAL YÖNETİME İLİŞKİN ÇALIŞMALAR

Türkiye'de kurumsal yönetime ilişkin çalışmalar 2000'li yıllarda yapılmaya başlanmıştır. Dünya çapında yaşanan finansal krizler, ABD'de yaşanan şirket skandalları ve bu skandalları takiben hem ABD hemde Avrupa ülkelerinde kurumsal yönetime ilişkin ortaya çıkan yasal düzenlemeler, OECD'nin dünya genelinde kabul gören tavsiye niteliğinde çalışmaları Türkiye'de kurumsal yönetim alanında çalışmaların başlamasını tetikleyen unsurlar olmuştur. Ancak bu etkenlerden ziyade Türkiye'de yaşanan ve kamu sektörü ile reel sektör üzerinde büyük izler bırakan Şubat 2001 krizinin kurumsal yönetimin önemini anlaşılmasındaki temel etken olduğu söylenebilir.

Erdönmez'e (2003) göre Türkiye Şubat 2001'de tarihinin en büyük ekonomik krizlerinden birisini yaşamış ve krizin yarattığı olumsuzlukların ortadan kaldırılması ve uluslararası piyasalara uyumun gerçekleştirilebilmesi için tüm sektörlerde yapılanma ihtiyacı doğmuştur.

Türkiye'de kurumsal yönetim alanındaki ilk çalışma TÜSİAD tarafından 2002 yılında gerçekleştirilmiştir. 2002 yılında "Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu:Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi" adlı çalışma yayımlanmıştır. Daha sonra 2003 yılında SPK tarafından ilk kez halka açık şirketlere yönelik düzenlemeler getirilmiştir. SPK'düzenlemelerini 2006 yılında BDDK düzenlemeleri izlemiş, bankalarda kurumsal yönetimin uygulamasına yönelik standartlar getiren çalışmalar yapılmıştır. 2011 yılında kurumsal yönetim ilkeleri ilk kez sermaye piyasası kanununda yer bulmuştur. Ayrıca 2012 yılında yürürlüğe giren yeni Türk Ticaret Kanunu da kurumsal yönetime yönelik önemli düzenlemeleri beraberinde getirmiştir.

### 3.1 Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu

2001 krizi sonrası Türkiye piyasalarının yeniden yapılanması sürecinde, kurumsal yönetimin önemi ve gerekliliği üzerine dikkatler yoğunlaşmış, 2002 yılında TÜSİAD tarafından halka açık ve halka açık olmayan şirketlere yönelik kurumsal yönetim uygulamaları için tavsiye niteliğinde kararlardan oluşan "Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu:Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi" çalışması yayımlanmıştır.

TÜSİAD'a göre gelişmiş ülkelerin piyasalarında artık kurumsal yönetim anlayışının benimsenmediği bir şirketin varlığı düşünülemez hale gelmiştir ve ülkemiz de içerisinde bulunduğu yeniden yapılanma sürecinde kurumsal yönetim kavramını gözardı etmemelidir. Yayımlanan çalışmanın odak noktasını yönetim kurulunun yapısı, işleyişi ve bağımsızlığı oluşturmaktadır. Çalışma halka açık ve halka açık olmayan şirketler için tavsiye niteliğinde hükümler içermektedir. TÜSİAD'a göre şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarını gönüllülük esasına dayalı olarak yürütmesi önemli olsa da düzenleyici denetleyici kuruluşlar tarafından hukuki alt yapının oluşturulması ve etkin denetim mekanizmalarının yaratılması şarttır.

Çalışmada yönetim kurulu üyelerinin sahip olması gereken özellikler, yönetim kurulunun yapısı ve işleyişi, yönetim kurulu üyelerinin seçimi, komitelerin oluşturulması, hissedar hakları ve oy kullanma, genel kurul süreçlerine ilişkin değerlendirmeler yer almaktadır. Yönetim kurulu üyelerinin bağımsız olması gerektiği, icranın başı ile yönetim kurulu başkanının mutlaka farklı kişiler olması, komitelerin yönetim kurulunun profesyonel ve kurumsal yönetim ilkelerine göre işlemlerini sağlayacağı, genel kurulların bütün hissedarların eşit muamele göreceği ve oy kullanmayı, katılımı zorlaştırmayacak yada maliyetli hale getirmeyecek şekilde yapılmasının önemi vurgulanmıştır.

Bu çalışmada kurumsal yönetimin yalnızca yönetim kurulu boyutu ele alınmıştır ancak bu alanda yapılan ilk çalışma olması ve kurumsal yönetime ilişkin farkındalık oluşturmuş olması bakımından önemlidir.

### **3.2 SPK Tarafından Kurumsal Yönetime İlişkin Yapılan Düzenlemeler**

#### **3.2.1 SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri ve 2008 Düzenlemesi**

SPK tarafından Kurumsal Yönetim ilkeleri ilk kez 2003 yılında bir bütün olarak ele alınmıştır. SPK'nın kurumsal yönetim ilkelerini hazırlanmasının arkasında yatan faktörler; yaşanan küreselçaplı krizler, uluslar arası rekabet ve sürdürülebilir büyüme, küreselleşen dünyada artan uluslar arası sermaye hareketleri, yabancı yatırımcının ülkeye çekilmesi sayılabilir.

Sermaye piyasalarının uluslar arası piyasalardan fon sağlama imkanlarının arttırması hem ülkemiz hemde halka açık şirketler açısından önemlidir.(SPK, Kurumsal Yönetim İlkeleri, 2003)

İlkelerin hazırlanmasında birçok ülkenin kurumsal yönetim düzenlemeleri incelenmiş, başta 1999 yılında yayımlanan "OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri" olmak üzere, dünyada benimsenmiş ve tavsiye edilen genel esaslar ile ülkemizin kendine özgü koşulları dikkate alınmıştır.(SPK, Kurumsal Yönetim İlkeleri, 2003)

İlkeler halka açık şirketler açısından düzenlenmiş olup uygulanıp uygulanmaması gönüllülük esasına dayalıdır. Şirketler bu ilkeleri uygulamak zorunda değildir ancak yıl sonunda hazırlayacakları faaliyet raporlarında bu kurallara uyup uymadıklarına, uymadıkları neden uymadıklarına yer vermek ve bu durumu kamuya açıklamak zorundadır.

İlkeler pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri ve yönetim kurulu olmak üzere dört başlık altında düzenlenmiştir.

Pay sahipleri bölümünde, pay sahiplerinin bilgi alma ve inceleme hakkı, oy hakkı, genel kurula katılım hakkı, azınlık hakları, kar payı hakkı, payların devri, pay sahiplerine eşit işlem ilkesi ele alınmıştır. Şirketlerin pay sahipleri ile ilişkiler birimi kurması istenmiştir. Pay sahiplerine doğru, zamanında ve tam bilgi sağlanması esastır. Bu bölümde madde 2.1'e göre "Bilgi alma ve inceleme hakkının kullanımında, pay sahipleri arasında ayırım yapılamaz." Yine bu bölümde genel kurula ilişkin önemli düzenlemeler yer almakta, genel kurul ile ilgili yapılan düzenlemelerde temel amacın en fazla sayıda pay sahibine ulaşmak olduğunun altı çizilmektedir. Oy hakkı ile ilgili yapılan düzenlemelerde oy hakkının vazgeçilemez nitelikte olduğu, vekaleten oy kullanımını engelleyecek hükümlere esas sözleşmede yer verilemeyeceği belirtilmiştir.

Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ilkesi tüm paydaşlara ve kamuoyuna şirketin çıkarlarında gözetecek şekilde zamanında, doğru ve eksiksiz bilgilendirme yapılmasını sağlayacak düzenlemeler içermektedir. Açıklanan bu bilgilere erişim kolay ve maliyetsiz olmalıdır. Bu bölümdeki önemli düzenlemelerden birisi madde 1.1.3'e göre kamuya açıklanacak bilgilerin açıklama öncesinde belirli yatırımcılara veya ilgili taraflara duyurulmasının engellenmesidir. Bu sayede bilgi edinme açısından ilişkili taraflar için fırsat eşitliği sağlanacaktır. Bir diğer önemli madde ise şirketin sermaye piyasası araçlarının değerine etki etme ihtimali bulunan gelişmelerin ivedilikle kamuya duyurulmasına ilişkin olarak hazırlanan 1.3 nolu maddedir. Bu sayede yatırımcının şirkete yatırım kararı vermeden önce doğru ve eksiksiz bilgiye sahip olması amaçlanmaktadır. Aynı zamanda şirketlerin yıllık ve ara dönem mali tablolar ile bağımsız denetim raporlarını da kamuya açıklamalarına ilişkin düzenlemeler getirilmiştir.

Üçüncü bölümde menfaat sahiplerine ilişkin düzenlemeler yapılmış olup menfaat sahiplerine ilişkin düzenlemelerin genellikle ile düzenlendiği ve menfaat sahiplerinin yasalar yoluyla korunduğuna dikkat çekilmiştir. Madde 1.1'de " Şirketin kurumsal yönetim uygulamaları, menfaat sahiplerinin mevzuat ile düzenlenen veya henüz düzenlenmemiş haklarının garanti altına alınmasını sağlar" denilmiştir.

Son bölümde ise yönetim kurulu ile ilgili düzenlemeler yer almaktadır. Yönetim kurulunun görevleri, sorumlulukları, faaliyetleri, oluşumu, kurulacak komitelere ilişkin alt başlıkları bulunmaktadır. En önemli maddelerden birisi yönetim kurulu başkanı ile icara başkanının aynı kişi olmaması gerektiğine ilişkin maddedir. Bu durum çıkar çatışması yaratabilecek bir durumdur. Şirketin faaliyetlerinin yürütülmesinden sorumlu olan icra başkanının aynı zamanda icrayı denetleyecek olan mekanizmanın başında olması kurumsal yönetim anlayışı ile ters düşmektedir. Bir diğer önemli düzenleme de yönetim kurulunda yer alan bağımsız üye sayısı alanında yapılmış, yönetim kurulunun sayısı ikiden az olmamak üzere en az üçte birinin bağımsız üyelerden oluşacağı belirtilmiştir.

SPK'nın 2003 yılında yaptığı bu düzenlemenin ardından 2004 yılında yapılan bir düzenleme ile Borsa'da işlem göre şirketlerin 2005 yılından başlamak üzere "Kurumsal Yönetim Uyum Raporu" hazırlaması ve yayımlaması yükümlülüğü getirilmiştir.

Bu dönemde yaşanan önemli gelişmelerden birisi de Borsa İstanbul bünyesinde 2007 yılında oluşturulan "Kurumsal Yönetim Endeksi"dir. Kurumsal Yönetim Endeksi'nin hesaplanmasına 31.08.2007 tarihinde başlanmış olup, endeksin başlangıç değeri 48.082,17'dir. BIST Kurumsal Yönetim Endeksi kapsamında yer alan şirketlere kotta/kayıtta kalma ücreti BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne girdikleri

tarihten itibaren; ilk 2 yıl %50, sonraki iki yıl %25 ve izleyen yıllarda %10 indirimli uygulanmaktadır. Kurumsal Yönetim notunu ilk açıklayan şirket Vestel Elektronik Sanayi ve Ticaret A.Ş.'dir. (07.03.2007)

Aşağıdaki şartlarda veya durumlarda Kurumsal Yönetim Endeksi kapsamında bulunan ilgili hisse senetleri Kurumsal Yönetim Endeksi'nden çıkarılır:

- Hisse senetlerinin işlem gördüğü pazardan BİST Gözaltı Pazarı'na alınması,
- Yeni bildirilen kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirme notunun 6'dan düşük olması,
- Hisse senetlerinin işlem sırasının kesintisiz 5 iş gününden fazla süre ile kapalı kalması,
- Hisse senetlerinin işlem gördüğü pazardan sürekli çıkarılması,
- Derecelendirme sözleşmesinin herhangi bir nedenle sona erdiğinin Borsa'ya bildirilmesi,
- Derecelendirme kuruluşunun Sermaye Piyasası Kurulu'nun "Derecelendirme Kuruluşları Listesi"nden çıkarıldığının Borsa'ya bildirilmesi,
- Derecelendirme kuruluşunun bağımsızlığının ortadan kalktığına Borsa'ya bildirilmesi. (www.borsaistanbul.com.tr)

2014 yılı ağustos ayı itibarıyla Borsa İstanbul Kurumsal Yönetim Endeksi'nde 48 şirket bulunmaktadır.

Bu dönemde SPK tarafından yapılan önemli bir düzenleme de 2008 yılında yürürlüğe giren Seri IV, NO:41 "Sermaye Piyasası Kanunu'na Tabi Olan Anonim Ortaklıkların Uyacaları Esaslar Hakkında Tebliğ"idir. Bu tebliği ile payları borsada işlem gören şirketlerde pay sahipleri ile ilişkilerden sorumlu pay sahipleri biriminin oluşturulması zorunluluğu getirilmiş ayrıca şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarının koordinasyonundan sorumlu bir personeli görevlendirmesi zorunlu tutulmuştur. Tebliğde bu personelin sahip olması gereken lisanslara da yer verilmiştir.

### 3.2.2. SPK 2011 Düzenlemeleri

01.10.2011 tarihinde 2499 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nda değişiklik yapan 654 sayılı Kanun Hükmünde Kararname (KHK) ile kurumsal yönetim ilkeleri açısından yeni bir dönem başlamıştır.

654 sayılı Kanun Hükmünde Kararname ile SPK'ya kurumsal yönetim ilkelerini tespit ve ilan etmek, Borsa'da işlem gören şirketlerden belli özelliklere sahip olanlara kurumsal yönetim ilkelerinin bir bölümüne veya tamamına uyma zorunluluğu getirebilmek ve uyum zorunluluğuna aykırılık halinde tedbir almak, yaptırım uygulamak gibi yetkileri verilmiştir. (Alp ve Kılıç, 2014)

*"Sermaye piyasasında kurumsal yönetim ilkelerini tespit ve ilan etmek, yatırım ortamının iyileştirilmesine katkıda bulunmak üzere, borsada işlem gören halka açık anonim ortaklıklardan halka açıklık oranları, yatırımcı sayısı ve niteliği, dâhil oldukları endeks ve belirli bir zaman dilimindeki işlem yoğunluğunu dikkate alarak belirlemiş olduğu gruplarda yer alanların kurumsal yönetim ilkelerine kısmen veya tamamen uymalarını zorunlu tutmak, buna ilişkin usul ve esasları belirlemek, getirilen uyum zorunluluğuna aykırı işlemlerin hukuka aykırılığının tespiti veya iptali için her türlü teminattan muaf olarak ihtiyati tedbir istemek, dava açmak, açılan davada uyum zorunluluğunun yerine getirilmesi sonucunu doğuracak şekilde karar alınmasını istemek."*<sup>1</sup>

Bu doğrultuda SPK tarafından Seri:IV, No: 54 sayılı Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ hazırlanmış, 11.10.2011 tarihinde Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir.

SPK tarafından tebliğin ilan edildiği metinde 2008 küresel krizinden sonra kurumsal yönetiminin öneminin bir kez daha anlaşıldığına, dünya genelindeki uygulamalarda da artık düzenleyici denetleyici kurumlar tarafından halka açık şirketler için kurumsal yönetim ilkelerinin bir kısmına veya tamamına uyma zorunluluğu getirildiğine dikkat çekilmiştir.

Tebliğin 5'inci maddesinin 1'inci fıkrasında Payları Borsa'da işlem gören halka açık anonim ortaklıklardan BİST 30 Endeksine dahil olan bankalar haricindeki halka açık anonim ortaklıkların tebliğin ekinde yer alan Kurumsal Yönetim İlkelerinin 1 numaralı "Pay Sahipleri" bölümünde yer alan 3.2.1, 3.2.4, 3.4.3, 3.4.14, 3.6 ve 4.7 numaralı maddeleri ile 4 numaralı "Yönetim Kurulu" bölümünde yer alan 3.3.1, 3.3.4, 3.3.5 ve 3.3.6 numaralı maddelerine uymaları zorunlu hale getirilmiştir. Tebliğin 6'ncı maddesinde ise şirketlerin faaliyet raporlarında tebliğin ekinde yer alan ilkelere uyup uymadıklarını, uymadılarsa gerekçeli açıklama yapmaları zorunlu hale getirilmiştir.

Pay sahipleri bölümünde yer alan zorunlu ilkelere şirketin genel kurul ilanının genel kurul tarihinden en az üç hafta önce maksimum sayıda pay sahibine ulaşacak şekilde yapılması, genel kurul toplantı ilanında yer alması gereken maddelerin neler olduğu, yönetim kurulu üyelerinin ücretlendirme politikalarının yazılı hale getirilmesi ve genel kurulda ayrı bir madde olarak görüşülmesi, karşılıklı iştirak ilişkisi içerisinde bulunan şirketlerinin birbirlerinin genel kurullarından oy kullanmaktan kaçınması ve bu durumu kamuoyuna bildirmesi ile ilgili hükümler yer almaktadır.

<sup>1</sup> 654 sayılı KHK, Madde 2

Yönetim kurulu bölümünde yer alan zorunlu ilkelere ise yönetim kurulunun, sayısı ikiden az olmamak üzere en az üçte biri bağımsız üyelerden oluşması gerektiği, şirketin yönetim kurulunda son altı yıl içerisinde yönetim kurulu üyeliği yapan bir kişinin, yönetim kuruluna bağımsız üye olarak atanamayacağı, bağımsız üye kriterlerine ilişkin hükümler yer almaktadır.

2011 yılı sonunda SPK tarafından yayımlanan Seri: IV, No:56 sayılı tebliğ ile Gelişen İşletmeler Piyasası ve Gözaltı Pazarı'nda işlem gören halka açık anonim ortaklıklarda tebliğ kapsamına dahil edilmiştir. Tebliğin 2'inci maddesinde "Bu Tebliğ ekinde yer alan Kurumsal Yönetim İlkelerinden zorunlu olarak uygulanacak olanların belirlenmesi ve gözetiminde, Borsa Şirketleri, sistemik önemlerine göre piyasa değerleri ve fiili dolaşımdaki payların piyasa değerleri dikkate alınarak üç gruba ayrılır" denilmiştir. Gruplandırılan şirketler farklı zorunluluklara tabi tutulmuştur. Tebliğin 3'üncü maddesinde ise şirketlerin dahil olduğu grup değiştiği zaman takip eden yıldan itibaren dahil oldukları yeni gruba ilişkin ilkelere tabi olacağı belirtilmiştir.

### **3.2.3 Yeni Sermaye Piyasası Kanunu ve 2014 Kurumsal Yönetim İlkeleri**

30.12.2012 tarihinde yayımlanan 6362 sayılı yeni Sermaye Piyasası Kanunu kurumsal yönetim mevzuatı bakımından yeni bir dönemin başlangıcı olmuştur. SPK'ya kurumsal yönetim ilkelerine uyma zorunluğu getirme ve zorunlu ilkelere uyum sağlanamaması halinde resen işlem yapma yetkisi tanıyan, ilk defa ilişkili taraf işlemleri düzenlenmiş ve kurumsal yönetim ilkelerine tabi olan kurumların kapsamı genişletilmiştir.

6362 sayılı SPKn'nun 17, 36 ve 73'üncü maddeleri kurumsal yönetim uygulamaları ile ilgilidir.

17'inci maddenin 1'inci fıkrasına göre halka açık ortaklıklarda kurumsal yönetim ilkeleri ile kurumsal yönetim uyum raporlarının içeriğine, yayımlanmasına, ortaklıkların kurumsal yönetim ilkelerine uyumlarının derecelendirilmesine ve bağımsız yönetim kurulu üyeliklerine ilişkin usul ve esasların Kurul'ca belirleneceği, Kurul'un bu yetkilerini halka açık şirketler arasında haksız rekabet ile sonuçlanmayacak şekilde ve eşit koşullardaki şirketlere eşit kuralların uygulanması prensibini göz önünde bulundurarak kullanacağı belirtilmiştir. (SPKn md.17/1)

17'nci maddenin 2'inci fıkrası ile Kurul'a kurumsal yönetim ilkeleri ile ilgili kısmen yada tamamen uyum zorunluluğu getirme, uyumsuzluk tespiti halinde resen işlem yapma yetkisi verilmiştir. (SPKn md.17/2)

Madde 36 ve madde 73 incelendiğinde kurumsal yönetim ilkelerine tabi olacak şirketlerin kapsamının genişletildiği, düzenlemenin borsaları, piyasa işleticilerini, sermaye piyasası kurumlarını da içine alacak şekilde yapıldığı, ve 17'inci maddede yer alan ilkelerin bahsi geçen kurumlara kıyasen uygulanacağı belirtilmiştir.

Kanunda getirilen bir diğer önemli yenilik ise halka açık ortaklıkların kurumsal yönetime ilişkin yükümlülüklerini MKK tarafından sağlanan elektronik ortam vasıtasıyla da yerine getirilebilir olmasıdır. (SPKn md.17/4) MKK'nın katma değerleri projelerine (Elektronik Genel Kurul Sistemi, E-Yönet Portalı, E-Cas Yatırımcı bilgilendirme sistemi vd.) ve Türkiye'de kurumsal yönetim alanında getirdiği yeniliklere ilerleyen bölümlerde ayrıntılı olarak yer verilecektir.

2013 yılı temmuz ayında 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu'nun 17'inci maddesinin 2'inci fıkrasında SPK'ya verilen resen işlem yapma yetkisinin kapsamını genişleten bir düzenleme yapılmış, bu düzenleme ile halka açık ortaklıkların yönetim kurullarında, yönetim kurulu üyelerinin tamamının veya bir kısmının görev süresinin dolması veya üyeliklerinin boşalması sebebiyle yönetim kurulu toplantı yeter sayısının sağlanamaması ve görev süresi dolan veya üyeliği boşalan yönetim kurulu üyelerinin yerlerine görev sürelerinin bitimini veya üyeliğin boşalmasını takip eden 30 gün içinde yeni yönetim kurulu üyelerini seçmek üzere genel kurulun toplanamaması veya genel kurulda yeter sayıda yönetim kurulu üyesinin seçilememesi durumunda, Kurul'a yönetim kurulu toplantı yeter sayısını sağlayacak asgari sayıda, yönetim kurulu üyelerini resen atama yetkisi verilmiştir. (SPKn md.128, (k) )

Bu düzenleme ile Kurul Turkcell'de yaşanan sorunlar nedeniyle yönetim kurulunun yapılamaması gibi, halka açık büyük şirketlerin yönetimsiz ve denetimsiz kalmasının önüne geçmeyi amaçlamıştır. (Alp ve Kılıç, 2008)

Son olarak 3 Ocak 2014'te yayımlanan SPK tarafından yeni bir kurumsal yönetim tebliği yayımlanmıştır.

Bu düzenlemeler sonrasında Türkiye'de kurumsal yönetim uygulamalarının Kıta Avrupası modeli ve Anglo Sakson modelinin karması bir model haline geldiği söylenebilir. Belirli ilkelere uyum zorunluluğu getirilmiş olmakla birlikte, uyum zorunluluğu olmayan ilkelere "uygula, uygulamıyorsan açıkla" yaklaşımı devam ettirilmektedir.

Yapılan düzenleme ile SPK ilgili tebliğin yirmidört ilkesini payları ulusal pazarda, ikinci ulusal pazarda veya kurumsal ürünler pazarında işlem gören borsa şirketlerine zorunlu hale getirmiştir. (Şirketler tebliğinin ekinde yer alan kurumsal yönetim ilkelerinden (1.3.1.), (1.3.5.), (1.3.6.), (1.3.9.), (4.2.6.), (4.3.1.),

(4.3.2.), (4.3.3.), (4.3.4.), (4.3.5.), (4.3.6.), (4.3.7.), (4.3.8.), (4.5.1.), (4.5.2.), (4.5.3.), (4.5.4.), (4.5.9.), (4.5.10.), (4.5.11.), (4.5.12.), (4.5.13.), (4.6.2.) ve (4.6.3.) numaralı ilkeleri uygulamakla yükümlüdür.)

### **3.3 Türk Ticaret Kanunu'nda Kurumsal Yönetime İlişkin Düzenlemeler**

01.07.2012 tarih 6102 sayılı yeni Türk Ticaret Kanunu (TTK) yürürlüğe girdiği tarihte Türkiye'de kurumsal yönetim alanında yeni düzenlemeler getirmiştir. Yeni kanunun temel etkileri şirketlerin ve işletmelerin şeffaflaştırılması, evresel ve çağdaş normlara dayalı kurumsal yönetim anlayışı, Avrupa Birliği Hukuku'na uyum alanında kendini göstermektedir. (Deloitte, 2011)

Yeni kanunun yürürlüğe girmesinden itibaren kurulacak olan şirketler şeffaf ve kurumsal bir biçimde kurulacak, mevcut şirketler ise kurumsal yönetim alanında yer alan maddelere uyum sağlamak durumunda kalacaktır. (Deloitte, 2011)

Türkiye Büyük Millet Meclisi (TBMM) Kanun genel gerekçesi kısmında kurumsal yönetimin özellikle son on beş yıldan beri tüm dünyada etkili olduğunun altı çizilmiş, şeffaflık ilkesi ele alınırken gelişen dünyada elektronik ortamda bilgi paylaşımının arttığı vurgulanarak "bilgi toplumu" kavramı ön plana çıkarılmış, eşit işlem ilkesinin yalnızca şirketin pay sahipleri açısından değil çalışanlar, alacaklılar, müşteriler yani tüm paydaşlar açısından değerlendirilmesi gerektiğinin önemi vurgulanmıştır.

Yeni kanunun 1529'uncu maddesinin 1'inci ve 2'inci fıkraları kurumsal yönetim ilgilidir.1'inci maddede kurumsal yönetim ile ilgili esasları belirlemeye yetkili tek organın SPK olduğu belirtilmiş, 2'inci madde de ise kurumsal yönetim ile ilgili diğer kamu kurum ve kuruluşları eğer bir düzenleme yapacaksa, SPK'nın uygun görüşü alınarak ve SPK düzenlemelerine aykırı olmayacak şekilde bu düzenlemelerin yapılabileceğine yer verilmiştir. Böylece yapılacak düzenlemelerde oluşabilecek olası çelişkiler önlenmeye çalışılmıştır.

Aksoy'a göre kanunun yalnızca bu maddesi değil, yönetim kuruluna, pay sahiplerine, genel kurula ilişkin yapılan düzenlemelerin hepsi aslında kurumsal yönetimle yakından ilişkilidir ve kurumsal yönetim anlayışına hizmet etmektedir. (Aksoy, 2013)

Yeni kanun anonim şirketlere daha kuruluş aşamasında şeffaf bir yapı kurmaları için düzenlemeler getirmiştir. Kanunun 339'uncu maddesinde şirketin esas sözleşmesi ile ilgili düzenlemeler yer almakta, maddenin 2'inci fıkrasının (f) bendinde kurucularla, yönetim kurulu üyelerine ve diğer kimselere şirket karından sağlanacak menfaatlere esas sözleşmede yer verilmesi zorunluluğu getirilmektedir.Yine aynı maddenin (h) bendinde genel kurulların toplantıya nasıl çağrılacakları ve oy haklarının esas sözleşmede yer alması gerektiği belirtilmiştir. 353'üncü madde ile şirketin kurulmasında kanun hükümlerine aykırı hareket ederek, alacaklıların, pay sahiplerinin yada kamunun menfaatleri ihlal edilmiş olursa asliye ticaret mahkemelerince şirketin feshine karar verilebileceği hükmü yer almaktadır.(TTK md.353/1) Böylece paydaşların hakları daha kuruluş aşamasında güvence altına alınmaya çalışılmıştır.

Kanunun 357'inci maddesi ile pay sahiplerinin eşit şartlarda eşit işleme tabi tutulacağı belirtilmiştir. Kurumsal yönetim ilkelerinin eşitlik ilkesi uyarınca önemli bir düzenlemedir. Bu hüküm organların keyfi karar almasının önüne geçmekte, aynı zamanda esas sözleşmede yer alan hükümlerin adil bir şekilde yorumlanmasını sağlamaktadır.(Ulusoy, 2012)

Kanunda yönetim kurulunun yapısı, işleyişi ve sorumluluklarına ilişkin de önemli düzenlemeler yapılmıştır. 361'inci madde ile yönetim kurulu üyelerinin görevlerini yaparken şirkete verebilecekleri zararların güvence altına alınabilmesi adına isteğe bağlı olarak sigorta yapılabileceği belirtilmiştir. Yönetim kurulu üyelerinin mali haklarının düzenlendiği 395'inci maddede yönetim kurulu üyelerinin şirkete borçlanamayacağı belirtilmiştir. Ulusoy'a (2012) göre bu maddenin amacı kötüye kullanımların önüne geçmektir. Yönetim kuruluna ilişkin düzenlemelerden belki de en önemli olanı "riskin erken saptanması" komitesinin kurulmasına ilişkin yapılan düzenlemedir. 378'inci madde ile pay senetleri borsada işlem gören şirketlerin, yönetim kurulu, şirketin varlığını, gelişmesini ve devamını tehlikeye düşüren sebeplerin erken teşhisi, bunun için gerekli önlemler ile çarelerin uygulanması ve riskin yönetilmesi amacıyla, uzman bir komite kurmak, sistemi çalıştırmak ve geliştirmekle yükümlüdür denilmiştir. (TTK md.378/1). Kurumsal yönetim uygulamaları açısından oldukça önemli ve etkili olacak olan bu komite denetim komitesinden farklı olarak geçmişe değil, şirketin içinde bulunduğu ana ve geleceğe odaklanacak, potansiyel riskler konusunda yönetim kurulu ve genel kurulu uyararak şirketin gerekli önlemleri almasını sağlayacaktır.

Şirketlerin bağımsız denetime tabi olması kurumsal yönetim ilkelerinin hayata geçirilmesi bakımından hayati önem taşımaktadır. Worldcom, Enron gibi büyük şirketlerin finansal raporlamalarında yaptığı usulsüzlükler bağımsız denetim firmaları tarafından tespit edilemediği ya da üstü kapatıldığı için yatırımcılar büyük zarara uğramış ve piyasalardaki güven ortamı sarsılmıştır. Yeni TTK bağımsız denetim konusunda yeni düzenlemeler getirmiş, tüm anonim ortaklıklar, limited ortaklıklar ve diğer şirket topluluklarının bağımsız denetime tabi olduğu belirtilmiştir. Bağımsız denetçinin tanımı, görevleri, seçilmesi ve görevden alınması, bağımsız denetimin konusu ve kapsamı kanunda ayrıntılı olarak düzenlenmiştir.

Yeni kanunun genel kurula ilişkin getirdiği en büyük yenilik genel kurulların elektronik ortamda yapılabilmesidir. Kanunun 1527'inci maddesinde Şirket sözleşmesinde veya esas sözleşmede düzenlenmiş olması şartıyla genel kurulların elektronik ortamda yapılabileceği belirtilmiştir. Anonim şirketlerde genel kurullara elektronik ortamda katılma, öneride bulunma, görüş açıklama ve oy verme, fizikî katılmanın ve oy vermenin bütün hukuki sonuçlarını doğurmaktadır. (TTKmd. 1527/5) Ağustos 2012'de Gümrük ve Ticaret Bakanlığı tarafından yayımlanan tebliğ ile pay senetleri Borsa'ya kote edilmiş şirketlerde genel kurulların elektronik ortamda yapılması zorunlu hale getirilmiştir. Elektronik Genel Kurul (e-GKS) MKK'nın sağlayacağı altyapı üzerinden gerçekleştirilmektedir. Böylece genel kurula katılımın önündeki engeller kalkmış, yerli ve yabancı yatırımcıların sınır tanımaksızın genel kurullara katılabilmesi, görüş bildirebilmesi, oy kullanabilmesinin önü açılmıştır. e-GKS sisteminin kurumsal yönetim ilkeleri açısından getirdiği yeniliklere ilerleyen bölümde ayrıntılı olarak değinilecektir. Kanunda bilgi toplumu hizmetleri kavramı çerçevesinde 1524'üncü madde ile denetime tabi olan sermaye şirketleri, kuruluşlarının ticaret siciline tescil tarihinden itibaren üç ay içinde bir internet sitesi açmak ve bu sitenin belirli bir bölümünü şirketçe kanunen yapılması gereken ilanların yayımlanmasına özgülemek zorundadır denilmiştir.(TTK md.1524/1) Bu sayede paydaşlar, potansiyel yatırımcılar ve tüm ilişkili taraflar şirket hakkında doğru ve eksiksiz bilgiye düşük maliyetle ulaşabileceklerdir. Kanunun ilgili maddelerinde şirketlerin internet sitelerinde açıklamakla yükümlü oldukları bilgilerin neler olduğu belirtilmiştir.

Sonuç olarak yeni TTK şirketlerin daha kuruluş aşamasında şeffaf, adil, hesap verebilir bir yapıda kurulmasını sağlamakta, şirketlerimizin ve piyasalarımızın uluslararası alanda rekabet edebilirliğine katkıda bulunmaktadır. Şeffallaşmaya ve kurumsallaşmaya yönelik yapılan pek çok düzenleme yatırım ortamının güvenilirliğini arttırmakta ve hem yerli hemde yabancı daha fazla yatırımcının ülkemizde yatırım yapmasına katkıda bulunmaktadır.

#### **3.4 Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş. ve Kurumsal Yönetim**

Sermaye Piyasası Kanunu'na göre sermaye piyasası araçlarının senede bağlanmaksızın elektronik ortamda kayden ihracı esastır. (6362 sayılı SPKn, md.13/1) MKK SPK tarafından kaydileştirilmesine karar verilmiş sermaye piyasası araçları için Türkiye'nin Merkezi Saklama Kuruluşu'dur. MKK, 2499 sayılı eski SPKn'na 4487 sayılı Kanun ile eklenen 10/A maddesine göre kurulmuş ve Haziran 2002'de faaliyete geçmiştir. SPK kanunda 01.01.2005'ten itibaren yapılacak ihraçlarda artık senet basılmayacağı ve ihraçların kayden yapılacağını belirtilmiştir.

6362 sayılı SPKn'nun 81'inci maddesinin 1'inci fıkrasına göre MKK, sermaye piyasası araçlarının kaydileştirilmesine ilişkin işlemleri gerçekleştirmek, kaydileştirilen bu araçları ve bunlara bağlı hakları, elektronik ortamda, üyeler ve hak sahipleri itibarıyla kayden izlemek, bu araçların merkezî saklamasını yapmak üzere kurulmuş, özel hukuk tüzel kişiliğini haiz anonim şirkettir. Aynı maddenin 2'inci fıkrasında belirtildiği üzere MKK'nın kuruluş, faaliyet, üyelik, çalışma ve denetim esasları, gelirleri ve kâr payı dağıtım esasları SPK tarafından çıkarılacak bir yönetmelikle düzenlenir.

Kaydi sisteme geçilmesi ile beraber halka arzlarda şirketlerin katlandığı maliyetler azalmıştır ancak bunun da ötesinde 2499 sayılı eski SPKn'na 4487 sayılı Kanun ile eklenen 10/A maddesinin gerekçesinde belirtildiği üzere halka açık ihraççı şirketlerin bilgileri daha sağlıklı olarak tutulmaya başlanmıştır. Sonuç olarak, sermaye piyasası araçlarının kaydi sisteme geçirilmesiyle, sermaye piyasasında güven ve şeffaflık artmıştır.

7 Ağustos 2014 tarihinde yayımlanan "Merkezi Kayıt Kuruluşunun Kuruluş, Faaliyet, Çalışma ve Denetim Esasları Hakkında Yönetmelik" ve "Kaydileştirilen Sermaye Piyasası Araçlarına İlişkin Kayıtların Tutulmasının Usul Ve Esasları Hakkında Tebliğ" incelendiğinde MKK'nın faaliyetleri kurumsal yönetime doğrudan katkı sağlamaktadır. Erginçan ve Gürbüz'e göre MKK'nın faaliyetleri sadece hisse senetlerinin kaydileştirilmesi değil, tüm sermaye piyasası araçlarının ve bunlara ilişkin haklar ile hak sahipliği bilgilerinin kayden izlenmesidir. (Erginçan ve Gürbüz, 2004)

Tüm sermaye piyasası araçlarının ve bunlara ilişkin haklar ile hak sahipliği bilgilerinin kayden izlendiği MKK aynı zamanda sahip olduğu bu bilgiler ile çağdaş kurumsal yönetim platformları oluşturmuş ve piyasa aktörlerinin hizmetine sunmuştur. MKK yönetmeliğinin 9'uncu maddesininde 1'inci fıkrasının (d) bendinde yer alan TTK ve ilgili diğer mevzuatta yer alan kurumsal yönetim ilkelerine şirketlerin uyumunu sağlamaya yönelik olarak şirketler ile ortaklarının ve yatırımcılarının iletişiminin sağlanabileceği elektronik platform oluşturmak görevi çerçevesinde E-MKK Bilgi Portalında e-CAS:Yatırımcı Bilgilendirme ve Uyarı, e-YÖNET: Kurumsal Yönetim ve Yatırımcı İlişkileri, e-GENEL KURUL: Elektronik Genel Kurul Sistemi, e-VERİ:Sermaye Piyasaları Veri Bankası gibi pek çok katma değerli projeyi hayata geçirmiş ve Türkiye'de kurumsal yönetime bambaşka bir boyut kazandırmıştır.

e-MKK; MKK'nın, merkezi saklama hizmetlerini dünya standartlarında ve düşük maliyet ile paydaşlarına sunma ve aynı zamanda merkezi saklama hizmetleriyle ilintili katma değerli projeler ve hizmetler ile ülkemize katkıda bulunmayı hedefleyen yeni vizyonu çerçevesinde vereceği katma değerli

hizmetleri sunan bir bilgi portalıdır.(www.mkk.com.tr, 2014) Bu katma değerli projeler sayesinde paydaşlar doğru ve güvenilir bilgiye zamanında, düşük maliyetle erişebilmekte, şirketlerin genel kurullarına sınır tanımaksızın güvenli bir ortamda katılabilmekte, oy kullanabilmekte, potansiyel yatırımcılar ise şirket hakkında yatırım kararı almadan önce bilgi sahibi olabilmektedir. Sayılan hizmetler sermaye piyasalarımızın şeffaflığını ve güvenilirliğini arttırmakta, şirketler ve paydaşları arasındaki bilgi paylaşımını daha üst seviyelere çıkarmaktadır. MKK'nın katma değerli projelerine ve kurumsal yönetim alanında getirmiş olduğu yeniliklere aşağıdaki başlıklarda ayrıntılı olarak değinilecektir.

#### **3.4.1 Kurumsal Yönetim ve Yatırımcı İlişkileri Portalı**

Ağustos 2011'de MKK tarafından şirketlerin ve yatırımcıların hizmetine sunulan E-Yönet: Kurumsal Yönetim ve Yatırımcı İlişkileri Portalı kısaca bir mobil kurumsal yönetim uygulmasıdır. E-Yönet sayesinde şirketler ve paydaşları arasında internet ve mobil iletişime dayalı doğru, hızlı, güvenilir bilgi paylaşımı sağlanmaktadır. Portal üzerinden tüm piyasa aktörleri şirket hakkında bilgi edinebildiği gibi şirketler de ortaklarına ve yatırımcılarına daha düşük maliyetle ve etkin bir şekilde ulaşabilmektedir.

MKK tarafından sermaye piyasası araçlarının hak sahibi bazında izlenmesi, MKK'nın piyasadaki milyonlarca yatırımcının kimlik, iletişim ve hak sahipliği bilgilerinin tutulduğu bir veri bankası haline gelmesini sağlamıştır. MKK sahip olduğu bu bilgiyi teknolojik altyapısı ile birleştirerek E-Yönet portalında şirketlere, mevcut ve potansiyel yatırımcılara kurumsal yönetim ilkeleri doğrultusunda yenilikçi hizmetler sunmaktadır.

E-Yönet portalıyla OECD'nin kurumsal yönetim ilkelerinden "Pay Sahiplerinin Hakları ve Temel Mülkiyet Fonksiyonları", "Pay Sahiplerinin Eşit İşleme Tabi Tutulması" ve "Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık" ilkeleri başta olmak üzere Türkiye'de kurumsal yönetimin temel ilkelerinin gelişimine önemli katkılar sağlamıştır.(www.mkk.com.tr, 2014)

Yatırımcılar e-DEVLET şifreleri, MKK sicil numaraları ve şifreleri ya da TC. Kimlik Numaraları ve şifreleri ile portala üye olabilmektedir. Yatırımcı portal sayesinde hem yatırım yaptığı şirket hakkında hemde yatırım yapmak istediği şirket hakkında bilgilere tek kanaldan ulaşabilmekte, şirketin bu bilgilerinin SMS veya e-mail ile kendisine iletilmesini talep edebilmektedir. İhraççıların Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP) başta olmak üzere diğer platformlara ilettiği KAP duyuruları ve açıklamaları Portal yatırımcı sayfalarına entegre edilmiştir. Bu entegrasyon sayesinde yatırımcıya şirketin yaptığı duyuruların iletilmesinde portal bir aracı vazifesi görmektedir.

Gezgin olarak portal üyesi olan kişiler ise yatırım yapmayı düşündükleri şirketleri takip edebilmekte, sadece ilgilendiği şirketleri filtreleyerek bu şirketlerin portal üzerinde yayınlamış olduğu bilgil ve belgelere ulaşabilmekte, şirket tarafından yapılan KAP duyuruları, şirket duyuruları, şirket mesajlarına tek bir kanal üzerinden erişebilmektedir. Bu sayede kişi yatırım yapmayı düşündüğü şirketler hakkında bilgiye düşük maliyetle ve tek bir kanal üzerinden erişebilmektedir.

#### **3.4.2 E-Cas: Yatırımcı Uyarı Sistemi**

E-Cas: Yatırımcı uyarı sistemi, MKK tarafından yatırımcıların hesaplarında meydana gelen hareketlerin yatırımcılara anında SMS ve e-mail ile iletilmesini sağlayan bir yatırımcı bilgilendirme sistemidir.

Portal üzerinden kayıt olan yatırımcılar, hesaplarında meydana gelen pay senedi çıkışı, hesabındaki sermaye piyasası araçlarına konulan haciz ve tedbirler vb. pek çok işlem hakkında anında bilgilendirilmekte, bu sayede hem oluşabilecek suistimaller engellenmekte hem de bilgi akışı anında sağlanabilmektedir.

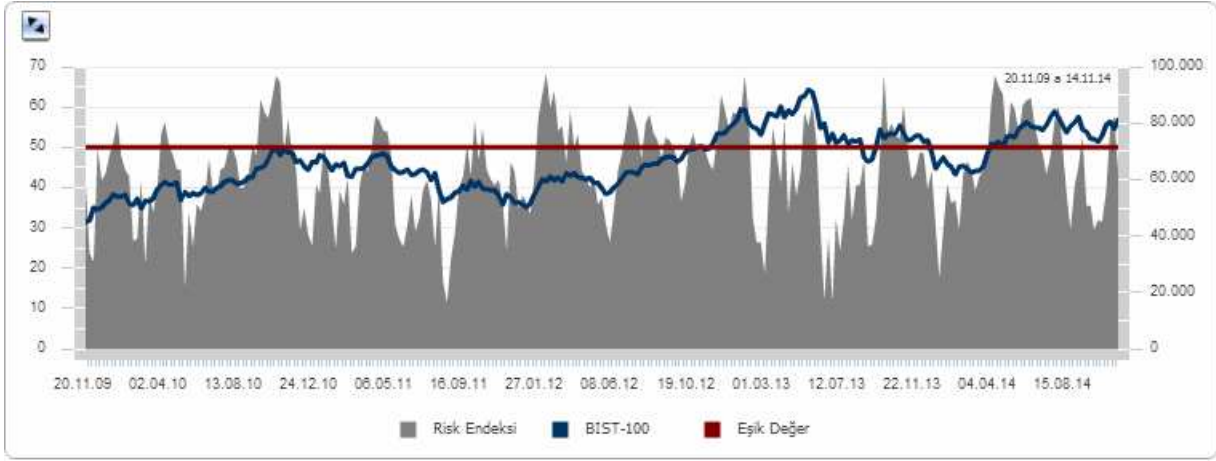
#### **3.4.3 E-Veri: Sermaye Piyasaları Veri Bankası**

E-Veri Sermaye Piyasaları Veri Bankası ile üye bazında saklama bakiyeleri, yerli-yabancı saklama bilgileri, fiili dolaşımda bulunan paylar raporu, yatırımcı risk iştahı endeksi (RISE) gibi sermaye piyasaları hakkında pek çok bilgi portal üzerinden paylaşılmaktadır. Bu projenin diğer amacı sermaye piyasalarında üretilen tüm verilerin MKK aracılığı ile ilgili taraflara güvenli, tutarlı ve doğru bir şekilde iletilmesidir.(www.mkk.com.tr,2014)

RISE, 28 Kasım 2005 tarihinden başlayarak, geçmiş herhangi bir dönemde 5.000 TL. ve üzeri hisse senedi portföy değerine sahip yatırımcıların haftalık portföy değişimlerinden yola çıkılarak hesaplanan haftalık bir endekstir. Endeks yerli yatırımcılar ,yabancı yatırımcılar, yerli gerçek kişiler, yerli tüzel kişiler, nitelikli yatırımcılar ve yerli fonlar için hesaplanmaktadır.

Şekil 3.1'de yer alan RISE endeksi BİST-100 için 2009-2014 yılları arasında hesaplanmış olup yatırımcılar açısından en basit ifadeyle endeks değerinin eşik değerin üzerinde olması risk iştahının arttığı anlamına gelmektedir. Genel olarak incelendiğinde 2012 yılından sonra genel olarak yatırımcıların risk iştahının arttığı gözlemlenmektedir.

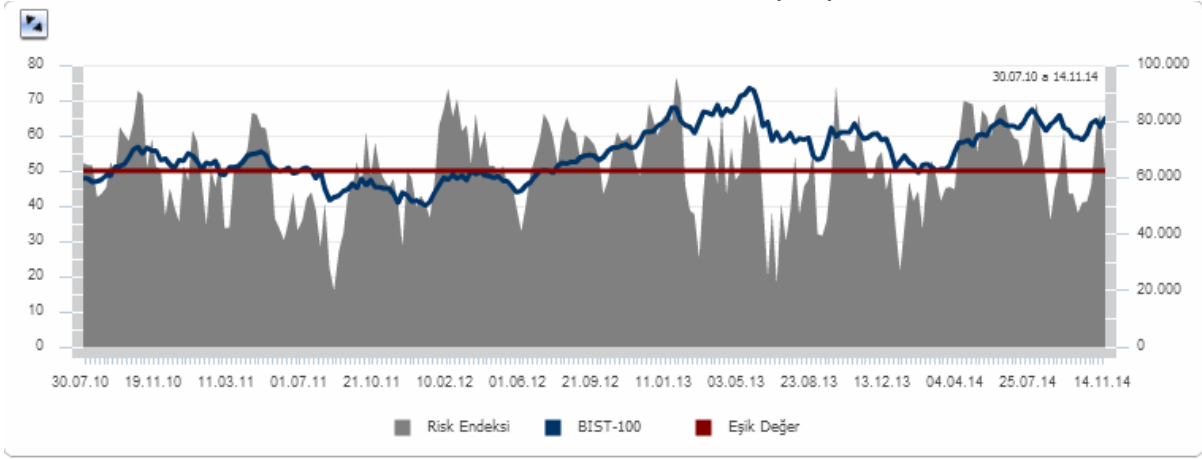
Tablo 3.1 RISE Endeksi 20.11.2009 -14.11.2014 tarihleri arası tüm yatırımcılar



Kaynak : MKK ,2014

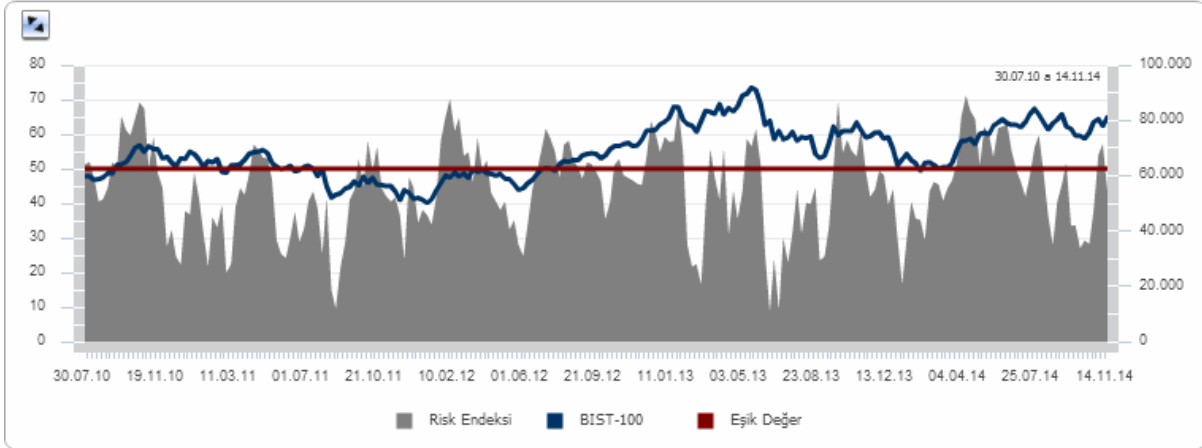
Risk iştahını gösteren endekse yerli ve yabancı yatırımcılar açısından baktığımızda ise yerli yatırımcıların yabancılara göre çok daha fazla risk aldıkları görülmektedir. Şekil 3.2 ve Şekil 3.3 de bu fark gözlemlenebilir.

Şekil 3.2 RISE endeksi 2009-2014 yerli yatırımcı



Kaynak : MKK, 2014

Şekil 3.3 RISE endeksi 2009-2014 yabancı yatırımcı



Kaynak : MKK, 2014

#### 3.4.4 E-Genel Kurul: Elektronik Genel Kurul Sistemi

Yeni TTK'nun 1527'inci maddesine göre şirket sözleşmesinde veya esas sözleşmede düzenlenmiş olması şartıyla, sermaye şirketlerinde yönetim kurulu ve müdürler kurulu tamamen elektronik ortamda yapılabileceği gibi, bazı üyelerin fiziken mevcut buldukları bir toplantıya bir kısım üyelerin elektronik ortamda katılması yoluyla da icra edilebilir.(TTK md.1257/1) Aynı maddenin 5'inci fıkrasına göre ise pay senetleri borsaya kote edilmiş şirketler açısından genel kurulların elektronik ortamda yapılmasının zorunlu olduğu belirtilmiştir. Yine aynı maddenin 5'inci fıkrasında anonim şirketlerde genel kurullara elektronik ortamda katılma, oy verme vb. işlemlerin fiziki katılmanın ve oy vermenin bütün hukuki sonuçlarını doğuracağı belirtilmiştir.



Yayla'ya (2013) göre TTK'nunda yapılan bu düzenleme ile genel kurullarında fiziken toplanması yöntemi ortadan kaldırılmamış, toplantılara elektronik ortamda katılımın sağlanabilmesinin önu açılmıştır.

Bu çerçevede Gümrük ve Ticaret Bakanlığı tarafından hazırlan ve 28 Ağustos 2012'e yayımlanan Anonim Şirketlerde Elektronik Ortamda Yapılacak Genel Kurullara İlişkin Yönetmelik'in 5'inci maddesinin 3'üncü fıkrası uyarınca payları MKK tarafından kayden izlenen borsaya kote şirketlerin yapacakları genel kurul toplantılarına elektronik ortamda katılma, temsilci tayin etme, öneride bulunma, görüş açıklama ve oy verme işlemlerinin MKK tarafından sağlanan elektronik genel kurul sistemi üzerinden yapılacağı belirtilmiştir.

MKK tarafından E-Genel Kurul sistemi 1 Ekim 2012 tarihinde hizmete açılmıştır. E-Genel Kurul Sistemi ortakların elektronik yöntemle işlem yapabildiği, toplantıyı eş anlı olarak takip edebildikleri, görüşülen gündeme ilişkin görüş ve önerilerin eş anlı olarak aktarılabilirdiği, toplantıya katılanlarla birlikte eş anlı olarak oy kullanabildiği bir sistemi ifade etmektedir. (Yayla, 2013)

E-Genel Sistemi ile şirketler genel kurul çağrısını E-MKK bilgi portalına kayıtlı hak sahiplerine elektronik ortamda göndermekte, pay sahipleri listesine genel kurul günü sistem üzerinden erişmekte, hazırlanmış cetvelini isterse sistem üzerinden oluşturabilmekte, yatırımcılar ise zaman ve mekan sınırı olmaksızın yatırımcısı oldukları şirketlerin genel kurullarına katılabilmekte, genel kurulu canlı olarak izleyebilmekte, görüşülen konulara ilişkin eş zamanlı olarak görüş bildirebilmekte, oy kullanabilmekte, elektronik ortamda vekalet verebilmektedir. E-Genel Kurul üzerinde yapılan işlemlerin hepsinin güvenli elektronik imza ile yapılması zorunlu tutulmuş böylece işlem güvenliği sağlanmıştır.

Devreye alındığı ilk sene 13.556 yatırımcı e-GKS üzerinden genel kurullara katılırken 6.088 yatırımcı fiziksel olarak katılmıştır. 292 şirkete ait 415 genel kurul toplantısı yapılmış, 41 farklı ülkeden yatırımcılar e-GKS üzerinden genel kurullara katılmıştır. e-GKS üzerinden yapılan genel kurullarda 241 görüş, 224 muhalefet beyanı gönderilmiştir. 23 farklı şehirde 198 farklı noktadan toplamda 877 saat canlı genel kurul yayını yapılmıştır.(www.mkk.com.tr, 2014)

e-GKS sermaye piyasalarımızın şeffaflığını arttıran, pay sahiplerinin en önemli haklarından biri olan genel kurula katılma ve oy kullanma haklarını çağdaş bir yöntemle, düşük maliyetle kullanabilmesine imkan veren yenilikçi bir uygulamadır. Ülkemizde kurumsal yönetim anlayışının daha ileri sevilere taşınabilmesi adına yalnızca mevzuatın zorunlu kıldığı şirketlerin değil bütün şirketlerimizin genel kurullarını e-GKS üzerinden yapmasının faydalı olacağı düşünülmektedir.

#### **3.4.5 E-Şirket: Şirketler Bilgi Portalı**

TTK'nun 397'nci maddesinin 4'üncü fıkrası uyarınca denetime tabi olan sermaye şirketleri, kuruluşlarının ticaret siciline tescili tarihinden itibaren üç ay içinde bir internet sitesi açmak ve bu sitenin belirli bir bölümünü şirketçe kanunen yapılması gereken ilanların yayımlanmasına özgülemek zorundadır.

e-ŞİRKET, Türk Ticaret Kanunu'nun 1524'üncü maddesi uyarınca internet sitesinde ilan edilecek içeriğin şirketlerin kendilerine özgülenmiş sayfalarına güvenli elektronik imza ve zaman damgası ile yüklendiği, yüklenen içeriğin güvenli ortamda tutulduğu, içeriğin erişime hazır bulundurulduğu, güvenli olarak arşivlendiği elektronik ortamdır. (www.mkk.com.tr, 2014)

Bu uygulama sayesinde şeffaflığın en üst düzeyde uygulanması amaçlanmış olup aynı maddenin 2'inci fıkrasında söz konusu yükümlülüğe uyulmaması halinde ilgili kararların (genel kurul kararı vb.) iptal edileceği hükmü yer almaktadır.

MKK sahip olduğu teknolojik altyapı ve misyonu çerçevesinde Merkezi Veritabanı Hizmet Sağlayıcı olarak faaliyet göstermekte, şirketlere güvenilir, etkin ve düşük maliyetli olarak bu hizmetleri sağlamaktadır. MKK Genel Müdürü ve Yönetim Kurulu Üyesi Yakup Ergincan MKK'nın yeni vizyonu doğrultusunda E-Şirket ile E-Devlet, Gümrük ve Ticaret Bakanlığının MERSİS sistemi, KAP, E-Yönet, e-GKS ve diğer düzenleyici denetleyici kurumlar tarafından işletilen elektronik platformlarla entegrasyon sağlanacağını. bu entegrasyonlarla aynı bilgi ve belgelerin birden fazla mercie fiziken ve/veya elektronik ortamda sunulması zorunluluğunu ortadan kaldırmayı hedeflediklerini belirtmektedir. (www.ticaretkanunu.net). Entegrasyonun sağlanması halinde şirketlerin bilgi ve belgeleri kamuoyu ile paylaşmak, yetkili mercilere ibraz etmek aşamasında katlandığı maliyetlerin azalacağı ve şirketlerin tek bir kanal üzerinden takip edilen şeffaf yapılar haline gelmesi yolunda önemli bir aşama kaydedileceği düşünülmektedir.

#### **3.4.6 Kamuyu Aydınlatma Platformu**

Kurumsal yönetim uygulamalarının en önemli ayaklarından birisi şirketlerin paydaşlarını zamanında, doğru ve eksiksiz bir şekilde bilgilendirmesidir. Ülkemizde halka açık şirketlerin paydaşlarını zamanında ve eksiksiz bilgilendirmesini sağlayan en önemli mekanizma şüphesiz Kamuyu Aydınlatma Platformu'dur.

Kamuyu Aydınlatma Platformu (KAP), sermaye piyasası ve borsa mevzuatı uyarınca , kamuya açıklanması gerekli bildirimlerin elektronik imzalı olarak iletildiği ve kamuya duyurulduğu elektronik sistemdir. Daha önceden Borsa İstanbul bünyesinde hizmet vermekte olan KAP'ın işleticiliği 2014 yılından itibaren MKK'ya geçmiştir.

KAP, yatırımcıların ve şirket hakkında bilgi sahibi olmak isteyen bütün paydaşların hızlı, güvenilir, etkin ve düşük maliyetle bilgi sahibi olmasını sağlamakta ve bu yönüyle kurumsal yönetim uygulamaları bakımından kilit bir hizmet sunmaktadır. Yatırımcılar şirketler hakkında anlık bilgilere ulaşabildikleri gibi geçmişe dönük olarak da bilgi sahibi olabilmektedir.

KAP ve MKK'nın katma değerli projelerinden olan E-Yönet portalı entegre edilmiş olup, portala üye olan kişiler takip etmek istedikleri şirketleri filtreyebilmekte ve takip edilen şirketler tarafından KAP'a yapılan bildirimler eş anlı olarak portaldaki sayfaya iletilmekte, böylece kişilerin ilgilendikleri şirketleri tek bir platform üzerinden takip edebilmesine imkan tanınmaktadır.

Sermaye piyasası araçları Borsa İstanbul'da işlem gören ortaklıklar; finansal raporlarını, SPK'nın "Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ"i kapsamında özel durum açıklamalarını ve ilgili diğer düzenlemeler uyarınca yapmaları gereken tüm bildirimleri KAP üzerinden kamuya açıklamakla yükümlüdürler. (www.kap.gov.tr 2014)

Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş. katma değerli projelerinin yanı sıra bünyesine kattığı KAP uygulaması ile Türkiye'de kurumsal yönetim uygulamalarının ilerlemesine, kurumsal yönetim kültürünün hem şirketler hemde yatırımcılar açısından gelişmesine büyük katkı sağlamıştır.

#### KAYNAKÇA

- AGUILERA, R. ve ALVARO, Cuervo-Cazurra (2009). "Codes of Good Governance", *Corporate Governance: An International Review*, 17(3): 376-387
- AKSOY, M.A. (2013). "Türk Kurumsal Yönetim Düzenlemeleri Kapsamında Anonim Şirket Yönetim Kurulu", *Gazi Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi*, C.XVII Sa.1-2
- ALACAĞLIOĞLU, Haluk (2009). *Kurumsal Yönetim ve Aile Şirketleri* (1. Baskı). İstanbul: Global Kobi Yayınları-2.
- ALP, A. ve KILIÇ, S. (2014). *Kurumsal Yönetim Nasıl Yönetilmeli?*. İstanbul: Doğan Kitap
- AMAN, Hiroyuki ve NYUGEN, Pascal (2013). "Does good governance matter to debtholders? Evidence from the credit rating of Japanese firms Research" *International Business and Finance*, 29: 14-34
- BLACK, Bernard (2001). "The Corporate Governance Behavior and Market Value of Russian Firms" *Emerging Markets Review*, 2: 89-108.
- BUSHMAN, Robert M., PIOTROSKI, Joseph D. ve SMITH, Abbie J. (2004). "What Determines Corporate Transparency?", *Journal of Accounting Research*, 42: 207252.
- DONALDSON, Thomas ve PRESTON, Lee E. (1995). "The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence and Implications", *Academy of Management Review*, 20(1): 65-91.
- ERDÖNMEZ, P. (2003). "Türkiye'de 2001 Yılındaki Mali Kriz Sonrasında Kurumsal Sektörde Yeniden Yapılandırma", *Bankacılar Dergisi*, 47:32.
- ERGİNCAN, Yakup ve GÜRBÜZ, Osman (2004). *Kurumsal Yönetim Türkiye'deki Durumu ve Geliştirilmesine Yönelik Öneriler*. İstanbul: Literatür Yayıncılık
- FAMA, Eugene ve JENSEN, Michael C. (1983). "Separation of Ownership and Control" *The Journal of Law and Economics*, 26: 301-325.
- FAMA, Eugene (1980). "Agency problems and the theory of the firm.", *The Journal of Political Economy*, 88: 288-307.
- Freeman, Edward R. 2010. *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, Cambridge University Press.
- GROSSMAN, Sanford J. ve HART, Oliver D. (1986). "The costs and benefits of ownership: A theory of vertical and lateral integration.", *The Journal of Political Economy*, 94: 691-719.
- HARRISON, J. ve FREEMAN, R. E. (1999). "Stakeholders, Social Responsibility, and Performance: Empirical Evidence and Theoretical Perspectives", *The Academy of Management Journal*, 42(5): 479-485
- JENSEN, Michael C., MECKLING, W.H. (1976) "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, 3(4): 305-360.
- KILIÇ, S. (2008). "Halka Açık Şirketlerin Kamuyu Aydınlatma Şeffaflık ve Kurumsal Yönetim İlkeleri Açısından Mevzuata Uyum Kapasitelerinin Geliştirilmesi", *Active Bankacılık ve Finans Dergisi*, 10:56
- KIM, In Joon, EPLER-KIM, Jiyeon, KIM, Wi Saeng ve BYUN, Suk Joon (2010). "Foreign investors and corporate governance in Korea", *Pacific-Basin Finance Journal*, 18:390-402
- KLAPPER, Leora F. ve LOVE, Inessa (2004). "Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets", *Journal of Corporate Finance*, 105:703 -728
- LA PORTA, Rafael, LOPEZ\_DE\_SILANES, Florencio, SHLEIFER, Andrei ve VISHNY, Robert (1997). "Legal Determinants of External Finance", *Journal of Finance*, 52:1131-1150
- LA PORTA, Rafael, LOPEZ\_DE\_SILANES, Florencio, SHLEIFER, Andrei ve VISHNY, Robert (1999). "Corporate Ownership around the World", *Journal of Finance*, 54:471-517
- LA PORTA, Rafael, LOPEZ\_DE\_SILANES, Florencio, SHLEIFER, Andrei ve VISHNY, Robert (2000). "Investor Protection and Corporate Valuation", *Journal of Financial Economics*, 58: 3-27
- MACNEIL, Iain ve LI, Xiao (2006). "Comply or explain: Market discipline and noncompliance with the combined code", *Corporate Governance: An International Review*, 14(5): 486-496.
- OECD, *Practical Guide to Corporate Governance: Experiences from the Latin American Companies Circle* (2009).
- OECD, *Principles of Corporate Governance* (1999). Rev. 2004,
- PAULY, Louis W. ve REICH, Simon (1997). "National Structures and Multinational Corporate Behaviour: Enduring Differences in the Age of Globalization", *International Organization*, 51(1): 1-30
- SAINT, Daniel K. (2005). *The Firm as a Nexus of Relationships: Toward a New Story of Corporate Purpose*, Benedictine University.
- SHLEIFER, Andrei ve VISHNY, Robert W. (1997). "A survey of corporate governance.", *Journal of Finance*, 52: 737-783.
- SPK, *Kurumsal Yönetim İlkeleri* (2005).
- 6362 Sayılı Yeni Sermaye Piyasası Kanunu (2012).
- 2499 Sayılı Eski Sermaye Piyasası Kanunu
- Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği (2005). "OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri"
- Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği (2011). *Ekonomi Gazeteciliği İçin Kurumsal Yönetim El Kitabı*. İstanbul : Pasifik Ofset Ltd. Şti.

Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği ve Deloitte (2006). *Nedir Bu Kurumsal Yönetim*.  
TÜSİAD (2002). *Kurumsal Yönetim En İyi Uygulama Kodu: Yönetim Kurulunun Yapısı ve İşleyişi*, İstanbul, Yayın No:336.  
ULUSOY, E. (2012). *Gereççeli Karşılaştırmalı Yeni TTK*, 2. Baskı Ankara: Bilge Yayınevi  
YAYLA, Ü. (2013). "Yeni Türk Ticaret Kanunu'nda Genel Kurullara İlişkin Yenilikler ve Elektronik Genel Kurullar" , *LEBİB YALKIN Mevzuat Dergisi*, 109: 19