



Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü
İşletme Ana Bilim Dalı

KURUMSAL YÖNETİM VE FİRMA DEĞERİ İLİŞKİSİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

Barbaros YALÇINER

Doktora Tezi

Ankara, 2012

KURUMSAL YÖNETİM VE FİRMA DEĞERİ İLİŞKİSİ: TÜRKİYE ÖRNEĞİ

Barbaros YALÇINER

Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü
İşletme Ana Bilim Dalı

Doktora Tezi

Ankara, 2012

KABUL VE ONAY

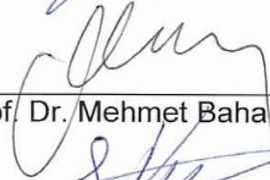
Barbaros YALÇINER tarafından hazırlanan "Kurumsal Yönetim ve Firma Değeri İlişkisi: Türkiye Örneği" başlıklı bu çalışma, 05.07.2012 tarihinde yapılan savunma sınavı sonucunda başarılı bulunarak jürimiz tarafından Doktora Tezi olarak kabul edilmiştir.



Prof. Dr. Metin Kamil ERCAN (Başkan)



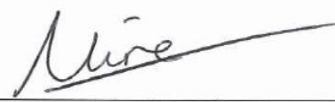
Prof. Dr. Mustafa İPÇİ (Danışman)



Prof. Dr. Mehmet Baha KARAN



Doç. Dr. Semra KARACAER



Yrd.Doç.Dr.Mine ÖMÜRGÖNÜLŞEN

Yukarıdaki imzaların adı geçen öğretim üyelerine ait olduğunu onaylarım

Prof. Dr. Ş. Armağan TARIM
Enstitü Müdürü

BİLDİRİM

Hazırladığım tezin/raporun tamamen kendi çalışmam olduğunu ve her alıntıya kaynak gösterdiğimi taahhüt eder, tezimin/raporumun kağıt ve elektronik kopyalarının Hacettepe Üniversitesi Sosyal Bilimler Enstitüsü arşivlerinde aşağıda belirttiğim koşullarda saklanmasına izin verdiğimi onaylarım:

- ☐ Tezimin/Raporumun tamamı her yerden erişime açılabilir.
- ☐ Tezim/Raporum sadece Hacettepe Üniversitesi yerleşkelerinden erişime açılabilir.
- ☒ Tezimin/Raporumun 3 yıl süreyle erişime açılmasını istemiyorum. Bu sürenin sonunda uzatma için başvuruda bulunmadığım takdirde, tezimin/raporumun tamamı her yerden erişime açılabilir.

5 Temmuz 2012

Barbaros YALÇINER

TEŞEKKÜR

Bu çalışmanın hazırlanmasında bana maddi ve manevi destek veren tez danışmanım Prof. Dr. Mustafa İPÇİ hocama,

Tezimin her aşamasında büyük katkısı olan ve bu çalışmanın şekillenmesinde bana yol gösteren, öneri ve eleştirileriyle çalışmamın daha anlamlı hale gelmesini sağlayan değerli hocam Prof. Dr. Mehmet Baha Karan'a

Çalışmama yapmış oldukları çok değerli katkıları nedeniyle jüri üyesi hocalarım Prof. Dr. Metin Kamil ERCAN, Doç Dr. Semra KARACAER ve Yrd.Doç.Dr.Mine ÖMÜRGÖNÜLŞEN'e teşekkürü bir borç bilirim.

Doktora programına devam ettiğim sürede ve tez çalışmalarım sırasında benimle aynı sıkıntıyı yakından yaşayan ve özveride bulunan eşim Tuğba YALÇINER'e ve yeterlilik sınavı öncesinde dünyaya gelen tez çalışmam sırasında büyüyen biricik kızım Ceylin Ela YALÇINER'e ayrıca çok teşekkür ediyorum. Bu tezi, doktora çalışmalarımın daha başındayken kaybettiğim Babam Erdinç YALÇINER'e ithaf ediyorum.

ÖZET

YALÇINER, Barbaros. Kurumsal Yönetim ve Firma Değeri İlişkisi: Türkiye Örneği, Doktora Tezi, Ankara, 2012.

Bu çalışmada hisse senetleri 2004 yılı itibariyle İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda işlem gören 215 şirkete yönelik olarak 2004-2009 arasındaki altı yıl için oluşturulan endeks çerçevesinde kurumsal yönetim notu verilmiştir. Kurumsal yönetim endeksi, şirketlerin faaliyet raporlarında yer verdikleri Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne uyum raporları, esas sözleşmeleri, faaliyet raporları ve internet siteleri incelenerek 58 kurumsal yönetim kriterine göre oluşturulmuştur. Genel kurumsal yönetim endeksine ek olarak pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve yönetim kurulu olmak üzere 3 tane de alt endeks hesaplanmıştır. Hesaplanan endeksler çerçevesinde SPK'nın Kurumsal Yönetim İlkelerini ortaya koymasından sonra hem şirket bazında hem de piyasa bazında 2004-2009 dönemindeki kurumsal yönetim alanında yaşanan gelişme incelenmiştir. Buna göre 2004'ten 2009'a gelindiğinde altı yıllık sürede incelenen 215 şirketin kurumsal yönetim notu ortalama yüzde 15 yükselmiştir.

Çalışmada ikinci olarak ise oluşturulan kurumsal yönetim endeksi kullanılarak, kurumsal yönetimin şirket değeri üzerinde etkili olup olmadığı test edilmiştir. Hesaplanan kurumsal yönetim notları ve diğer kontrol değişkenleri ile şirket değerini temsil eden Tobin's Q değerlerinden oluşan panel veri seti kullanılarak bu hipotez test edilmiştir. Birçok gelişmekte olan ülkeye yönelik olarak ülke bazında yapılan çalışmalarda kurumsal yönetim endeksi ile Tobin's Q değerleri arasında pozitif bir ilişki bulunmuştur. Bu çalışmada da kullanılan modellerin büyük bir kısmı firma değeri ile kurumsal yönetim arasında pozitif bir ilişkiye işaret etmektedir. Ancak bu ilişkinin çalışma kapsamındaki yıllar itibariyle zayıfladığı görülmektedir. Oluşturulan alt kurumsal yönetim endekslerinden ise pay sahipleri endeksi ön plana çıkmaktadır.

Anahtar Sözcükler: Kurumsal Yönetim, Kurumsal Yönetim Endeksi, Şirket Değeri, İMKB, Gelişmekte Olan Ülkeler.

ABSTRACT

YALÇINER, Barbaros. The Relationship between Corporate Governance and Firm Value: Turkish Case, Phd. Thesis, Ankara, 2012.

In this study a corporate governance index is constructed and using this index corporate governance ratings are calculated for the six years between 2004-2009 for the 215 companies listed in Istanbul Stock Exchange. The corporate governance index is constructed according to 58 corporate governance variables, which were collected from firms' Capital Markets Board Corporate Governance Principles compliance reports, charters, annual reports, company web sites. The general corporate governance index consists of shareholder rights, disclosure and board of directors subindices. In this regard, the development in the corporate governance of the general market as well as at the company level is analysed between the years 2004 and 2009. In the six years between 2004-2009, the average corporate governance index level of 215 companies is increased by 15 percent.

In the second part of this study, the effect of corporate governance on the firm value is tested using the corporate governance index constructed in this study. Using a panel data, the relationship between Tobin's Q and calculated corporate governance index is investigated against a background of control variables. In many single country studies for emerging markets a positive and significant relationship between corporate governance index and Tobin's Q has been found. In parallel with the result of these studies, a positive relationship has been found between firm value and corporate governance in most of the models used in this study. On the other hand this positive relationship has weakened throughout the years covered in this study. Shareholders subindex seems to be the most influential among three subindices.

Key Words: Corporate Governance, Corporate Governance Index, Firm Value, İSE, Emerging Markets.

İÇİNDEKİLER

KABUL VE ONAY	i
BİLDİRİM.....	ii
TEŞEKKÜR.....	iii
ÖZET.....	iv
ABSTRACT	v
İÇİNDEKİLER.....	vi
KISALTMALAR.....	xii
TABLolar.....	xiii
ŞEKİLLER.....	xv
GRAFİKLER.....	xvi
GİRİŞ.....	1
BÖLÜM I KURUMSAL YÖNETİM: TEORİK ÇERÇEVE VE DÜNYA UYGULAMALARI	6
1.1 KURUMSAL YÖNETİM TANIM.....	6
1.2 KURUMSAL YÖNETİME İLİŞKİN TEORİK ÇERÇEVE	7
1.2.1 Vekalet Teorisi	7
1.2.2 Menfaat Sahipleri Teorisi	9
1.2.3 Temsil Teorisi.....	10
1.2.4 İşlem Maliyetleri Teorisi	12
1.2.5 Kaynak Bağımlılığı Teorisi	12
1.3 DÜNYADA KURUMSAL YÖNETİM UYGULAMALARI	12
1.3.1 ABD’de Kurumsal Yönetim	13
1.3.2 Avrupa’da Kurumsal Yönetim	14
1.4 OECD KURUMSAL YÖNETİM İLKELERİ	15
1.4.1 Etkin Bir Kurumsal Yönetim Altyapısı Oluşturmaya Yönelik İlkeler	16
1.4.2 Pay Sahiplerinin Hakları ve Kilit Fonksiyonları	16
1.4.3 Pay Sahiplerine Eşit Davranılması	17
1.4.4 Kurumsal Yönetimde Paydaşların Rolü	17
1.4.5 Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık, ...	18

1.4.6 Yönetim Kurulu'nun Sorumlulukları	18
BÖLÜM II TÜRKİYE'DE KURUMSAL YÖNETİM	19
2.1 GİRİŞ.....	19
2.2 TÜRK SERMAYE PİYASASI'NDA KURUMSAL YÖNETİM	23
2.3 BANKACILIKTA KURUMSAL YÖNETİM	36
2.4 YENİ TTK'DA KURUMSAL YÖNETİM ALANINDAKİ YENİLİKLER.....	38
2.5 TÜRKİYE'DE KURUMSAL YÖNETİM ÜZERİNE YAPILMIŞ ÇALIŞMALAR	41
2.5.1 Uluslararası Kurum ve Kuruluşların Raporları	41
2.5.2 Akademik Çalışmalar.....	45
2.6 İMKB KURUMSAL YÖNETİM ENDEKSİ.....	47
2.7 KURUMSAL YÖNETİM DERECELENDİRMESİ	49
BÖLÜM III KURUMSAL YÖNETİM ENDEKSİ	52
3.1 KURUMSAL YÖNETİM ENDEKSİ'Nİ OLUŞTURAN KRİTERLER	52
3.2 KRİTERLERE GÖRE KURUMSAL YÖNETİM NOTU HESAPLANMASI.....	67
3.3 HESAPLANAN KURUMSAL YÖNETİM ENDEKSLERİNİN TUTARLILIĞI	70
3.4 ALTERNATİF ÖLÇÜTLERE GÖRE ENDEKSTEKİ FARKLILAŞMA.....	73
BÖLÜM IV KURUMSAL YÖNETİM ENDEKSİ HESAPLANIRKEN KULLANILAN KRİTERLERE GÖRE İMKB ŞİRKETLERİNİN DURUMU	76
4.1 PAY SAHİPLERİ.....	76
4.1.1 Pay Sahipleri Birimi	76
4.1.2 Pay Sahiplerinin Yazılı Bilgi Taleplerinin Cevaplandırılması	78
4.1.3 Özel Denetçi Atanması Talebi	78
4.1.4 Genel Kurul Toplantı İlanı 3 Hafta Önce Yapılıyor mu?.....	78
4.1.5 Genel Kurul Öncesinde Şirket Dokümanları Merkezde ve İnternette Tutuluyor mu?	79
4.1.6 Genel Kurul Toplantıları Ortaklar Dışındakilere Açık mı?	80
4.1.7 Önemli Şirket Kararları için Genel Kurul Onayı Zorunlu mu?	81
4.1.8 Genel Kurul Toplantı İlanları Elektronik Ortamda da Yapılıyor mu?	81

4.1.9 Pay Sahiplerinin Genel Kurulda Soru Sorma Hakkı Var mı?	82
4.1.10 Genel Kurul Gündeminde Teklifler Ayrı Başlık Altında mı?	83
4.1.11 Genel Kurul Toplantı Tutanaklarına İnternette Erişilebiliyor mu?	83
4.1.12 Oy Haklarında İmtiyaz Bulunmakta mıdır?	84
4.1.13 Pay Sahibi Olmayan Kişi Vekaleten Oy Kullanabiliyor mu?	85
4.1.14 Azınlık Payları Yönetimde Temsil Edilmekte midir?	86
4.1.15 Birikimli Oy Kullanma Yöntemine Yer Verilmekte midir?	86
4.1.16 Şirket Karına Katılım Konusunda İmtiyaz Bulunmakta mıdır?	87
4.1.17 Şirketin Bir Kar Dağıtım Politikası Var mı?	87
4.1.18 Kar Payı Avansı Verilmekte midir?	89
4.1.19 Kar Dağıtımı Yasal Süreler İçinde Gerçekleştirilmekte midir?	89
4.1.20 Payların Devrini Kısıtlayan Hükümler Var mıdır?	89
4.2 KAMUYU AYDINLATMA ŞEFFAFLIK	90
4.2.1 Kamuyu Aydınlatma Bildirimi İçin İki Yöneticinin İsmi Açıklanmış mı?	90
4.2.2 Kamuyu Aydınlatmaya Yönelik Personel Görevlendirildi mi?	91
4.2.3 Şirketin Bilgilendirme Politikası Var mı?	92
4.2.4 Etik Kuralları Oluşturularak Kamuya Açıklandı mı?	94
4.2.5 Özel Durum Açıklamalarına İlişkin Ek Açıklama İstendi mi?	95
4.2.6 Özel Durum Açıklamalarına Yönelik Yaptırım Uygulandı mı?	96
4.2.7 Şirketin İnternet Sitesinde Yatırımcılarla İlişkiler Bölümü Var mı?	96
4.2.8 İnternet Sitesinde SPK Kurumsal Yönetim İlkelerindeki Maddeler Var mı?	97
4.2.9 İnternet Sitesi Aynı Zamanda İngilizce Olarak Hazırlandı mı?	103
4.2.10 Gerçek Kişi Nihai Hâkim Pay Sahibi/Sahipleri Açıklandı mı?	104
4.2.11 Faaliyet raporunda Kurumsal Yönetim İlkeleri'ndeki Bilgiler Var mı? ...	105
4.2.12 İçeriden Öğrenebilecek Durumda Olanların Listesi Açıklandı mı?	110
4.3 YÖNETİM KURULU	111
4.3.1 Yönetim Kurulu'nda Bağımsız Üye Bulunuyor mu?	111

4.3.2 Bağımsız Üyelerin Sayısı İki'den veya Yönetim Kurulu Üye Sayısının Üçte Birinden Fazla mı?	113
4.3.3 Bağımsız Yönetim Kurulu Üyelerinin Şirket Dışında Başka Görev veya Görevler Alması Belirli Kurallara Bağlanıp Bağlanmadı mı ve/veya Sınırlandırıldı mı?	113
4.3.4 Şirketin Yönetim Kurulu Üye Seçiminde Aranılan Asgari Nitelikler Var mı?	113
4.3.5 Yönetim Kurulu Üyelerinin Yetki ve Sorumlulukları Açık ve Anlaşılabilir Şekilde Faaliyet Raporunda Yer Alıyor mu?	114
4.3.6 Periyodik Mali Tablolara İlişkin Beyan Yöneticilerce Hazırlanıp İmzalandı mı?	115
4.3.7 Şirketin Genel Müdürü Aynı Zamanda Yönetim Kurulu Başkanı mı?	116
4.3.8 Yönetim Kurulunun Yarısından Fazlası İcrada Sorumlu mu?	117
4.3.9 Genel Müdür Aynı Zamanda Yönetim Kurulu Üyesi mi?	117
4.3.10 Misyon Vizyon Açıklanıyor mu?	118
4.3.11 Yönetim Kurulu Şirketin Hedeflerine Ulaşma Derecesini, Faaliyetlerini ve Geçmiş Performansını Gözden Geçiriyor mu?	119
4.3.12 Yönetim Kurulunca Bir Risk Yönetim ve İç Kontrol Mekanizması Oluşturuldu mu?	120
4.3.13 Şirketin Yönetim Kurulu Üyeleri ve Yöneticilerinin Yetki Ve Sorumluluklarına Şirket Esas Sözleşmesinde Açıkça Yer Verildi mi?	121
4.3.14 Yönetim Kurulu Toplantı ve Karar Nisabına Esas Sözleşmede Yer Verildi mi?	122
4.3.15 Yönetim Kurulu Sekreteryası Var mı?	123
4.3.16 Yönetim Kurulu Toplantısında Farklı Görüş Açıklanan Konulara İlişkin Makul ve Ayrıntılı Karşı Oy Gereçekleri Karar Zaptına Geçiriliyor mu?	123
4.3.17 SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'nin IV. Bölümü'nün 2.17.4'üncü Maddesinde Yer Alan Konularda Yönetim Kurulu Toplantılarına Fiilen Katılım Sağlanıyor mu?	124
4.3.18 Bağımsız Üyelerin Farklı Görüş Açıkladığı Konulara İlişkin Karşı Oy Gereçekleri Kamuya Açıklanıyor mu?	124
4.3.19 Toplantı Esnasında Yönetim Kurulu Üyesi Tarafından Yöneltilen Sorular Karar Zaptına Geçiriliyor mu?	125

4.3.20 Yönetim Kurulu Üyelerine Ağırlıklı Oy Hakkı ve/veya Olumsuz Veto Hakkı Tanınıyor mu?	125
4.3.21 Şirket Yönetim Kurulu Üyeleri için Şirketle İşlem Yapma ve Rekabet Yasağı Uygulanıyor mu?	126
4.3.22 Denetimden Sorumlu Bir Komite Kuruldu mu?.....	126
4.3.23 Kurumsal Yönetim Komitesi Kuruldu mu?.....	126
4.3.24 Komite Başkanları Bağımsız Yönetim Kurulu Üyesi mi?	128
4.3.25 Yönetim Kurulu En Az Her Çeyrekte Bir Toplanıyor mu?	128
4.3.26 Yönetim Kurulu Başkanı ve Genel Müdür Aynı Aileden/Kontrol Eden Gruptan mı ?	129
4.4 KURUMSAL YÖNETİM ALANINDA GERÇEKLEŞEN DEĞİŞİMLER	129
4.5 BÖLÜM ÖZETİ	130
BÖLÜM V HESAPLANAN KURUMSAL YÖNETİM ENDEKSİNE İLİŞKİN DEĞERLENDİRME	136
5.1 TÜM İMKB ŞİRKETLERİNİN KURUMSAL YÖNETİM NOTLARININ ORTALAMASI	136
5.1.1 Şirket Büyüklüğü ve Kurumsal Yönetim Notu.....	143
5.1.2 Özkaynak Karlılığı ve Kurumsal Yönetim	144
5.2 KURUMSAL YÖNETİM ENDEKSİNİN ALT BİLEŞENLERİ	144
5.2.1 Pay Sahipleri	148
5.2.2 Kamuyu Aydınlatma	151
5.2.3 Yönetim Kurulu	154
BÖLÜM VI ŞİRKET DEĞERİ VE KURUMSAL YÖNETİM İLİŞKİSİ	157
6.1 ŞİRKET DEĞERİ KURUMSAL YÖNETİM İLİŞKİSİ: LİTERATÜR	157
6.1.1 Giriş.....	157
6.1.2 Çalışmaya Esas Teşkil Eden Makaleler	158
6.1.3 Diğer Makaleler	160
6.2 ÇALIŞMANIN AMACI VE HİPOTEZİ.....	167
6.3 VERİ SETİ, YÖNTEM VE TEKNİKLER	169

6.4 VERİLERİN ANALİZİ	175
6.4.1 Yıllık Regresyonlar	175
6.4.2 Tüm Verilere Yönelik En Küçük Kareler Yöntemi	176
6.4.3 Rassal Etkiler Modeli ve Hausman Testi.....	177
6.4.4 Sabit Etki Modeli.....	179
6.4.5 Diğer Modeller	183
SONUÇ	186
EK TABLOLAR	207

KISALTMALAR

ABD: Amerika Birleşik Devletleri

BDDK: Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu

CEO: Chief Executive Officer

FSAP: Financial Sector Assessment Program

IMF: International Monetary Fund

ICGN: International Corporate Governance Network

IFC: International Finance Corporation

IIF: Institute of International Finance

İMKB: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası

KAP: Kamuyu Aydınlatma Platformu

MSCI: Morgan Stanley Capital Index

OECD: Organisation for Economic Co-operation and Development

ROSC: Report on Standards and Codes

S&P: Standard and Poor's

SPK: Sermaye Piyasası Kurulu

TKYD: Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği

TTK: Türk Ticaret Kanunu

TABLOLAR

Tablo 2.1: Standard & Poors'un Şeffaflık ve Kamuyu Aydınlatma Endeksi Çerçevesinde 2005 Yılında Türkiye ve Diğer Ülkelerin Karşılaştırması (100 üzerinden).....	22
Tablo 3.1: Pay Sahipleri Alt Endeksinin Bileşenleri	57
Tablo 3.2: Literatürde Pay Sahiplerine Yönelik Kullanılan Kriterler.....	58
Tablo 3.3: Kamuyu Aydınlatma Alt Endeksinin Bileşenleri	59
Tablo 3.4: 2.8 Numaralı Madde Oluşturulurken Kullanılan Alt Kriterler.....	60
Tablo 3.5: 2.11 Numaralı Madde Oluşturulurken Kullanılan Alt Kriterler	60
Tablo 3.6: Literatürde Kamuyu Aydınlatmaya Yönelik Kullanılan Kriterler	61
Tablo 3.6: Devam	62
Tablo3.7 : Yönetim Kurulu Alt Endeksinin Bileşenleri.....	64
Tablo 3.8: Literatürde Yönetim Kuruluna Yönelik Kullanılan Kriterler	65
Tablo 3.9: Oluşturulan Alt Endekslerin Ağırlığı.....	68
Tablo 3.10: Genel Kurumsal Yönetim Notu: Derecelendirme Şirketi-Hesaplanan Not Korelasyon.....	71
Tablo 3.11: Kurumsal Yönetim Alt Endeksler: Derecelendirme Şirketi-Hesaplanan Not Korelasyon (%)	72
Tablo 3.12: Değişik Senaryolara Göre Kamuyu Aydınlatmanın Temel Endeksteği Payı	74
Tablo 3.13: Değişik Seçeneklere Göre Derecelendirme Şirketi-Hesaplanan Not Korelasyon Karşılaştırması	74
Tablo 4.1: İnternet Sitesinde Bulunan Kriterlerin Yüzdesine Göre Kartil Analizi	99
Tablo 6.1: Kullanılan Değişkenler ve Tanımları	172
Tablo 6.2: Kurumsal Yönetim Endeksi ve Alt Bileşenlerinin Korelasyonu.....	173
Tablo 6.3: Veriler Arasındaki Korelasyon	174
Tablo 6.4: Kullanılan Değişkenlere İlişkin İstatistikler	175
Tablo 6.5 En Küçük Kareler Yöntemine Göre Sonuçlar.....	177
Tablo 6.6: Rassal Etkiler Modeli Sonuçları.....	178
Tablo 6.7: Kesitin Sabit Olduğu Model Sonuçları	180
Tablo 6.8: Zamanın Sabit Olduğu Model Sonuçları.....	181

Tablo A1: Kurumsal Yönetim Şirket İlişkisi Literatüründen Seçilmiş Çalışmalara İlişkin Bilgiler.....	207
Tablo A 2: Kurumsal Yönetim Alanında Kriterler ve Yıllar İtibariyle İyileşme Yaşayan Şirket Sayısı	212
Tablo A3: Kurumsal Yönetim Alanında Kriterler ve Yıllar İtibariyle Kötüleşme Yaşayan Şirket Sayısı	217

ŞEKİLLER

Şekil 2.1: Türkiye’de Kurumsal Yönetim’de Yaşanan Değişimin Özeti.....	25
Şekil 2.2 : SPK Seri: IV, No: 56 sayılı Tebliğ ile getirilen şirket sınıflandırması.....	27
Şekil 5.1: 2009 Yılı Verilerine Göre Aktif Büyüklüklerine Göre Şirketlerin Ortalama Kurumsal Yönetim Notları.....	143
Şekil 5.2: 2009 Yılı Verilerine Göre Özkaynak Karlılıklarına Göre Şirketlerin Ortalama Kurumsal Yönetim Notları.....	144

GRAFİKLER

Grafik 2.1: İMKB 100 ve Kurumsal Yönetim Endekslerinin Seyri.....	49
Grafik 5.1 Tüm İMKB Şirketlerinin Kurumsal Yönetim Notları.....	136
Grafik 5.2: Ulusal İkinci Ulusal ve Gözaltı Pazarlarındaki Şirketlerin Ortalama Kurumsal Yönetim Notları.....	139
Grafik 5.3: İMKB'deki Temel Sektör Endekslerine Göre Şirketlerin Kurumsal Yönetim Notları.....	141
Grafik 5.4: Tüm İMKB Şirketleri Yıllar İtibariyle Genel Kurumsal Yönetim Endeksi ve Alt Endeksler.....	145
Grafik 5.5: Tüm İMKB Şirketlerinin Pay Sahipleri Alt Endeksine Göre Notları.....	148
Grafik 5.6: Tüm İMKB Şirketlerinin Yıllar İtibariyle Kamuyu Aydınlatma Alt Endeksine Göre Notları.....	152
Grafik 5.7: Tüm İMKB Şirketlerinin Yıllar İtibariyle Yönetim Kurulu Alt Endeksine Göre Notları.....	155

GİRİŞ

Son 20 yılda yaşanan skandallar kurumsal yönetim konusunun uluslararası çapta önem kazanmasına yol açmıştır. ABD’de Enron’la başlayan ve 2008 kriziyle daha da ön plana çıkan, gelişmekte olan ülkelerde ise Asya ve Rusya’da ortaya çıkan krizler kurumsal yönetim konusunun ön plana çıkmasına yol açmıştır.

Kurumsal yönetim, sermaye piyasalarında yatırımcılar açısından kilit önemdedir. Yatırımcıların şirketlere doğrudan finansman sağladığı sermaye piyasalarında, şirketlerin iyi yönetilmesi yatırımcılar açısından büyük önem taşımaktadır. Kurumsal yatırımcılar ve küçük yatırımcılar finansman sağladıkları şirketlerin yönetiminde etkin olamadıkları için yöneticilerle ve büyük ortaklarla aralarında bir çıkar çatışması doğmaktadır. Kurumsal yönetimin amacı dar çerçevede şirkete finansman sağlayanların haklarını şirkette egemen konumda olan taraflara karşı korunmasıdır. Geniş tanımda, hakları korunacak kesimler arasına paydaşlar da girmektedir.

Halen daha gelişim çağında olan sermaye piyasalarımız açısından da kurumsal yönetim büyük önem taşımaktadır. İMKB’de işlem yapan şirketlere yönelik var olan yabancı yatırımcı ilgisini koruyabilmek ve özellikle yerli tasarruf sahibini sermaye piyasalarımıza çekebilmek için kurumsal yönetimin daha da geliştirilmesi büyük önem taşımaktadır. Bu alanda reformlar zaten başlamıştır.

2000’li yıllar hem Türkiye ekonomisinde makroekonomik istikrarın sağlandığı, hem de kurumsal yönetim alanında önemli adımların atıldığı bir dönem olmuştur. 2003 yılında Sermaye Piyasası Kurulu tarafından Kurumsal Yönetim İlkeleri’nin ilan edilmesiyle kurumsal yönetim alanında önemli bir reform gerçekleştirilmiştir. Daha

sonra payları İMKB’de işlem gören şirketlerin mali tablolarının uluslararası kabul görmüş muhasebe standartlarına göre hazırlaması zorunluluğu getirilmesi de kurumsal yönetim uygulamalarının geliştirilmesi açısından bir milat oluşturmıştır.

Bu çerçevede, Türkiye’de 2000’li yılların başında kurumsal yönetime yönelik kapsamlı bir reform gerçekleştirilmiştir. Bu da araştırmacılar açısından önemli bir potansiyel ortaya çıkarmıştır. Türkiye’de gerçekleştirilen kurumsal yönetim reformlarının şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarında iyileşmeye yol açıp açmadığı, iyileşmeye yol açıyorsa ne ölçüde gelişim yaşandığı, kurumsal yönetim anlamında ilerlemeler gerçekleştiren şirketlerin borsa değerlerinin bu durumdan olumlu etkilenip etkilenmediği gibi sorulara cevap aramak mümkün hale gelmiştir. Bu çalışmada da bu soruların cevabı aranmaktadır.

Türkiye’deki borsa şirketlerinin kurumsal yönetim anlamında gelişimlerini izlemenin bir yöntemi derecelendirme şirketleri tarafından verilen kurumsal yönetim notlarını kullanmak olabilir. Ancak derecelendirme şirketleri tarafından çeşitli şirketlere kurumsal yönetim notu verilmekle birlikte, çok sınırlı sayıda şirketin kurumsal yönetim notu bulunmakta olup, bu şirketler genelde büyük ve kurumsal yönetim uygulamaları iyi olan şirketlerdir. Bu çerçevede, tüm borsa şirketlerindeki kurumsal yönetim uygulamalarını ortaya koyabilmek için çalışma kapsamında bir kurumsal yönetim endeksi oluşturulmasının gerekli olduğu düşünülmüştür.

2011 yılına kadar Kurumsal Yönetim İlkeleri’ne uyum göstermek şirketler açısından ihtiyari olmuştur. Ancak Sermaye Piyasası Kurulu 2005 yılında yayınlanacak olan 2004 yılına ait faaliyet raporlarından başlayarak, payları İMKB’de işlem gören şirketlerin Kurumsal Yönetim İlkeleri’ne ne ölçüde uyum sağladıklarını açıklayan bir uyum raporu ekleme zorunluluğu getirilmiştir. Bu çerçevede zaman içinde İMKB şirketlerinin kurumsal yönetim uygulamalarında değişiklikleri izleme fırsatı ortaya çıkmıştır. SPK’nın uyum raporlarına ilişkin asgari bir standart getirmesi de standardizasyon ve şirketler arası kıyas yapabilme imkanını ortaya çıkarmıştır.

Bu çerçevede 2004 yılında borsada payları işlem görmekte olan verilerine ulaşılabilen 215 şirketin 2004-2009 arasındaki toplam 6 yıllık Kurumsal Yönetim İlkeleri Uyum raporları, faaliyet raporları, esas sözleşmeleri, internet siteleri incelenerek 58 kurumsal yönetim kriterine ve 26 alt kritere göre veri toplanmıştır. Toplanan bu kriterlere dayalı olarak 215 şirket için 6 yıl için genel bir kurumsal yönetim endeksi ile pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve yönetim kurulu olmak üzere de 3 tane alt endeks oluşturulmuştur. Oluşturulan kurumsal yönetim endeksi kullanılarak şirketlerin 2004 yılından bu yana kurumsal yönetim alanında nasıl bir gelişim gerçekleştirdiklerini ortaya çıkarmak mümkün olmuştur.

Bu çerçevede bu çalışmanın ilk amacı, İMKB şirketlerine yönelik olarak toplanan bilgilere dayalı olarak bir kurumsal yönetim endeksi oluşturmaktır. Bu doğrultuda, hem oluşturulan endeksteeki gelişime dayalı olarak, hem de endeksi oluştururken kullanılan her bir kriter bazındaki gelişim kaydedilerek Kurumsal Yönetim İlkeleri yayımlandıktan sonra Türkiye'deki kurumsal yönetim anlamında gelişim ortaya konmuştur.

Bu çalışma geçmişte yapılmış bazı anketlerden ve çalışmadan iki yönde ayrılmaktadır. Bunlardan en önemlisi çalışmanın İMKB 30 veya İMKB 100 gibi kısıtlı ve genellikle büyük şirketlerin bulunduğu bir grupta kısıtlı kalmaması ve tüm şirketleri içermesidir. İkincisi ise zaman boyutudur; çalışma 6 yıllık bir süreçteki gelişmeyi aynı kriterler için ortaya koymaktadır. Bu çerçevede, bu çalışmanın betimleyici bölümünde Türkiye'de kurumsal yönetimin 6 yıllık gelişimi, oluşturulan kurumsal yönetim endeksi ve alt endeksleri, 58 kriter ve 26 alt kriter bazında ortaya konmaktadır.

Çalışmanın ikinci önemli amacı ise, oluşturulan kurumsal yönetim endeksleri ile şirket değeri arasında bir ilişki olup olmadığını incelemektir. Literatürde Rusya, Güney Kore, Hindistan ve Brezilya'ya yönelik şirket değeri kurumsal yönetim ilişkisini inceleyen çalışmalar bulunmaktadır. Türkiye'ye yönelik olarak kapsamlı bir

kurumsal yöntemi endeksi oluşturularak ve panel veri yapısında şirket değerinin incelendiği bir çalışma henüz yayınlanmamıştır. Bu çerçevede bu çalışma bir ilk olacaktır.

Çalışmanın birinci bölümünde kurumsal yönetime ilişkin tanım, kurumsal yönetime ilişkin teoriler ortaya konularak daha sonra, kurumsal yönetime yönelik temel dünya uygulamalarına değinilmiştir.

İkinci bölümün konusu ise, Türkiye’de kurumsal yönetimdir. Bu bölümde Türkiye’de kurumsal yönetime ilişkin gelişim, temel sorunlar, sermaye piyasası mevzuatında ve diğer ilgili mevzuatta kurumsal yönetimin durumu ortaya konmuştur. Daha sonra uluslararası kurum ve şirketlerin hazırladıkları raporlarda ve literatürde Türkiye’deki kurumsal yönetime yönelik eleştiri ve teşhislere yer verilmiş, son olarak da İMKB’de hesaplanmaya başlanan kurumsal yönetim endeksi ve Türkiye’de kurumsal yönetim derecelendirmesi konusunda bilgi verilmiştir.

Üçüncü bölümde kurumsal yönetim endeksinin nasıl hesaplandığı konusunda bilgi verilmiştir. Bu çerçevede, literatür çalışmaları ile kıyaslanacak şekilde kurumsal yönetim endeksinin oluşturulmasında kullanılan kriterler konusunda bilgi verildikten sonra, bu kriterler kullanılarak kurumsal yönetim endeksinin nasıl oluşturulduğu tartışılmış; hesaplanan kurumsal yönetim notları derecelendirme şirketlerinin hesapladığı notlarla kıyaslanarak geçerliliği sorgulanmış ve son olarak alternatif hesaplama yöntemleri kullanılması durumunda hesaplanan notlarda iyileşme yaşanıp yaşanmayacağı ortaya konmuştur.

Dördüncü bölümde, 215 şirkete ilişkin 6 yıllık kurumsal yönetim endeksi hesaplanırken, 58 kriter ve 26 alt kriterden oluşan veri tabanına dayalı olarak her bir kriter bazında İMKB şirketlerinin durumu ve yıllar içindeki gelişimi ortaya konmuş ve alternatif çalışmalarla karşılaştırılmıştır.

Beşinci bölümde hesaplanan kurumsal yönetim endeksinde yıllar itibariyle gelişim, pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve yönetim kurulu alt endekslerindeki gelişim, İMKB Pazarları, İMKB 100 ve 30 endeksleri ve sektör endeksleri çerçevesindeki farklılıklar ve üstünlükler ortaya konmuştur.

Altıncı bölümde ise oluşturulan firma değeri ve kurumsal yönetim ilişkisi oluşturulan panel veri seti kullanılarak test edilmiştir. Firma değeri için Tobin's Q değeri kullanılırken, alternatif olarak piyasa değeri/defter değeri ve piyasa değeri/satışlar kullanılmıştır. Ayrıca model oluşturulurken birçok da kontrol değişkeni kullanılmıştır. Çalışma sonuç bölümüyle sona ermektedir.

BÖLÜM I KURUMSAL YÖNETİM: TEORİK ÇERÇEVE VE DÜNYA UYGULAMALARI

1.1 KURUMSAL YÖNETİM TANIM

Şirketlerin ortaya çıkması kurumsal yönetimin de ortaya çıkmasına yol açmıştır. Anonim şirketlerin halktan yüksek miktarda sermaye temin etmeye başlamaları 19. ve 20. yüzyıldan itibaren büyük şirketlerin oluşmasına ve teknolojinin ilerleyebilmesine olanak vermiştir. Bu büyük şirketlerin hisse senetlerini satın alan yatırımcılar da, şirketlerin karlılığından faydalanma olanağını elde ederken, işlerin kötü gitmesi durumunda sorumlulukları yatırdıkları sermaye ile sınırlı kalmıştır.

Ancak birkaç ortağın hakim olduğu şirketlerin aksine, şirketlerin çok ortaklı olması pay sahipleri ile şirket yöneticilerinin farklılaşmasına yol açmış, bu da özellikle ABD başta olmak üzere gelişmiş ülkelerde kurumsal yönetime ilişkin sorunların ortaya çıkmasına yol açmıştır. Çünkü hisse senedi satın alarak şirketin ortağı olan sermayedarlar şirketin günlük yönetimini tamamen yöneticilere emanet etmek durumunda kalmışlardır. Bu da pay sahipleri ile yöneticiler arasında potansiyel bir çıkar çatışmasına zemin hazırlamıştır. Öte yandan ABD ve İngiltere dışındaki birçok ülkede ise pay sahipliği yaygın olmadığı için genelde şirketi kontrol eden büyük ortaklar ile küçük pay sahipleri arasında bir çıkar çatışması bulunmaktadır.

Bu çerçevede kurumsal yönetimin nasıl tanımlanacağı, yönetimin şirketi pay sahipleri veya paydaşlar gibi hangi grubun çıkarları doğrultusunda yönetmesi gerektiğine göre değişmektedir (Kostyuk ve diğerleri, 2007,s. 6). Kurumsal yönetim tanımları değişik kurumların ve araştırmacıların perspektifleri ve bulundukları kültürel duruma göre de değişmektedir.

Daha dar tanımlar şirket yönetimlerinin sorumluluklarının pay sahiplerine karşı olduğunu vurgularken, daha geniş tanımlarda şirketlerin sorumluluğunun pay sahiplerine ek olarak tüm paydaşlara yönelik olduğuna dikkat çekmektedir.

Shleifer ve Vishny (1997) kurumsal yönetimin tanımında şirketlere finansman temin edenleri ön plana çıkarırken, Cadbury (1992), kurumsal yönetimde şirketlerin yönetimi ve kontrol edilmesini ön plana çıkarmıştır. OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri'nin daha ayrıntılı tanımında ise şirket yönetimi, yönetim kurulu, pay sahipleri ve paydaşlar arasındaki ilişki ön plana çıkarılarak denkleme paydaşlar da sokulmuştur.

1.2 KURUMSAL YÖNETİME İLİŞKİN TEORİK ÇERÇEVE

1.2.1 Vekalet Teorisi

Kurumsal yönetimin temelleri Adam Smith'in "Ulusların Zenginliği" kitabı ile atılmıştır. Adam Smith söz konusu kitabında yöneticiler ve pay sahipleri arasındaki çıkar çatışmasını aşağıdaki gibi ifade etmiştir:

"bu şirketlerin (anonim şirketlerin) yöneticileri kendininkinden ziyade başkalarının paralarının yöneticileri olduklarından, buna yönelik aynı derecede (kendi paralarına gösterecekleri kadar) dikkat göstermeleri beklenemez"

Kurumsal yönetime ilişkin ilk tartışmalar ise 1930'lı yılların başında basılan ve Berle ve Means'in "Modern Şirket ve Özel Mülkiyet" adlı kitabı ile başlar. Berle ve Means (1932) şirketlerde yönetim ve sahipliğin ayrılmasının, şirket davranışının kar maksimizasyonu ve maliyetleri minimizasyonundan ayrılmasına yol açtığına dikkat çekmişlerdir. Jensen ve Meckling'in (1976) makalesi de vekalet teorisi açısından bir dönüm noktası olmuştur.

Buna göre şirket yönetimindeki problem şirket sahipliği ile şirketin yönetimin/kontrolü fonksiyonlarının ayrılmasından kaynaklanmaktadır. Büyük şirketlerin payları çok sayıda hissedar arasında bölündüğünden ve ABD gibi

ülkelerde genelde şirketlerde büyük bir ortak olmadığından, pay sahipleri şirketin yönetimini tamamen yöneticilere bırakmışlardır.

Jensen ve Meckling, (1976) vekalet ilişkisini, aşağıdaki şekilde tanımlamaktadır:

“Vekalet ilişkisi, asilin bir kontrata dayalı olarak bir veya birkaç kişiden oluşan vekilini, asil namına karar verme yetkisi de içerecek şekilde bir hizmet gerçekleştirmek üzere görevlendirilmesidir.”

Ortaklar yani pay sahipleri asil, şirketi yönetmek üzere vekalet verdikleri yöneticiler ise vekil konumundadırlar. Asil vekile bu hizmeti karşılığında bir ücret ödemektedir. Asil şirketi yönetme görevini vekile yani yöneticilere delege etmekle birlikte, pay sahipleri şirketin sahibi olmaya devam etmekte ve yöneticilerden şirketin karını maksimize etmelerini beklemektedir. Daily ve diğerleri (2003) vekalet teorisinin başarılı olmasını, teorisinin taraflarını yöneticiler ve pay sahipleri olarak ikiye indirerek ve yöneticilerin ve şirket çalışanlarının her zaman kendi çıkarlarını savunacağını varsayarak, basit bir yapıya kavuşturmasına bağlamaktadırlar.

İşte şirketlerde ortaya çıkan bu asil-vekil ilişkisi çıkar çatışmalarının da çıkış noktası olmaktadır. İlk olarak, asil vekilin şirketi nasıl yönettiğinin gözetimini kusursuz ve maliyetsiz şekilde gerçekleştirememektedir. Pay sahipleri şirketi yönetirken atadığı vekillerin, asillerin çıkarları doğrultusunda hareket etmesini beklerler. Ancak vekiller asillerin çıkarlarını göz önünde tutmadan hareket edebilir. Vekiller şirketi yönetirken kendi çıkarlarını ön plana çıkarabilirler. Öte yandan son yaşanan 2008 krizinde olduğu gibi aldıkları riskler kendilerine değil, asillere ve diğer paydaşların zararına yol açacağından, vekiller kendi çıkarlarını maksimize etmek için aşırı riskler alabilmektedirler.

Jensen ve Meckling (1976) asil ve vekilin kendi çıkarlarını maksimize eden kişiler olmaları durumunda vekilin asilin çıkarlarını ön planda tutacak şekilde hareket etmeyeceğine dikkat çekmekle birlikte, asilin kendi çıkarlarının ön planda tutulması için vekilin bu yönde hareket etmesini teşvik eden ve aynı zamanda vekilin kendi

çıkarlarına yönelik hareket edip etmediğini kontrol etmeye yönelik mekanizmalar kurabileceğini belirtmektedir.

Jensen ve Meckling (1976) vekalet maliyetleri olarak aşağıdaki faktörleri saymaktadırlar:

- **Kontrol ve gözetim maliyetleri (monitoring costs):** Asilin, vekilin faaliyetlerini gözetiminden kaynaklanan maliyetler.
- **Garanti sağlayıcı sözleşmesel maliyetler (bonding costs):** Vekilin asili çalışmaları konusunda bilgilendirmeye yönelik faaliyetlerinden kaynaklanan maliyetler.
- **Önlenemeyen maliyetler (residual costs):** Asilin vekili gözetmesine rağmen, vekilin asilin çıkarları aleyhine hareket etmesinden kaynaklanan maliyetler.

Öte yandan Jensen ve Meckling (1976) bir şirketin pay sahipleri, tahvil sahipleri, çalışanlar ve toplum olmak üzere aralarında açık veya zımni kontratlar bulunan taraflar veya paydaşlar olarak görülebileceği görüşünü ortaya atmışlardır.

Vekalet teorisine göre kurumsal yönetimin amacı vekillerin asillerin çıkarları doğrultusunda çalışmalarını sağlayacak sistemin kurulmasıdır. Vekalet teorisine göre asillerin vekillerini kontrol etmede ve izlemede yönetim kurulu önemli bir rol oynamaktadır.

1.2.2 Menfaat Sahipleri Teorisi

Vekalet teorisi, şirketlere yönelik olarak pay sahipleri ve yöneticiler olmak üzere iki tarafı ele almaktadır. Ancak bir şirketin faaliyetlerini ilgilendiren çalışanlar, müşteriler, kreditorler ve toplum gibi birçok taraf bulunmaktadır. Menfaat sahipleri

teorisi şirketin verdiği kararlarda tüm menfaat sahiplerinin çıkarlarını dikkate almasını ve şirketin yönetimine katılmalarını öngörmektedir.

Paydaşların da haklarının temsil edilmesi durumunda şirketlerin yönetimine yönelik farklılıklar oluşabilmektedir. Örneğin, pay sahiplerinin haklarının maksimize edilmesinin ön plana çıktığı Anglo-Sakson modelinde yönetim kurulu pay sahipleri tarafından seçilen üyelerden oluşurken, çalışanlar gibi bazı paydaşların temsil edilmesinin kanunen zorunlu olduğu Alman modelinde yönetim kurulunda kurul üyelerine ek olarak işçi temsilcileri de oturmaktadır.

Menfaat sahipleri modeli, vekalet teorisinde asil-vekil tekil ilişkisine indirgenen şirket yönetimi modeline yeni taraflar kazandırmaktadır. Menfaat sahipleri modeline göre şirket yöneticilerinin hizmet vermesi gereken müşteriler, çalışanlar, tedarikçiler gibi bir gruplar şebekesi bulunmaktadır.

1.2.3 Temsil Teorisi

Vekalet teorisi kurumsal yönetime ilişkin olarak ağır basan teorilerden biri olmakla birlikte buna yönelik eleştiriler başka teorilerin oluşmasına yol açmıştır. Bunlardan biri de temsil teorisidir.

Pay sahipleri şirketi yönetmek durumunda olmadıkları için şirketin yönetimini yöneticilere delege etmektedirler. Vekalet teorisine göre bu aşamada yöneticiler şirketi yönetirken şirketin çıkarlarını değil kendi çıkarlarını maksimize edecek şekilde hareket edeceklerdir. Bu duruma karşı pay sahiplerinin de kendi çıkarlarını koruyacak şekilde yöneticilerin gözetimini sağlayacak ve kontrol edecek mekanizmaları kurmaları ve pay sahiplerinin çıkarlarını maksimize edecek şekilde karar almalarını sağlamaları gerekmektedir.

Vekalet teorisi rasyonel davranış ve ekonomi biliminden ortaya çıkarken, temsil teorisi psikoloji ve sosyoloji bilimlerinden gelmektedir. Temsil teorisine göre

yöneticiler şirket sahiplerinin çıkarlarını en iyi şekilde temsil ederler. Temsil teorisi Donaldson and Davis (1991 ve 1993) tarafından geliştirilmiştir.

Temsil teorisi, yöneticiler ile şirketin başarısı arasında kuvvetli bir ilişki olduğunu düşünerek, temsilcilerin pay sahiplerinin çıkarlarını şirket performansını yüksek tutarak maksimize edeceğini savunur. Temsil teorisine göre de yöneticiler rasyonel olmakla birlikte, çıkarlarının işbirliğinden geçtiğini düşünürler. Buna göre temsilcinin çıkarları da pay sahiplerinin çıkarları maksimize olduğunda maksimize olmaktadır.

Vekille kıyaslandığında temsilci kişisel hedefler yerine kollektif hedeflere daha çok önem vermektedir. Çünkü şirket başarılı olursa temsilci de başarılı olacaktır. Temsil teorisi ayrıca içsel ödüllere dikkat çekmektedir. Vekalet teorisinde ise tamamen dışsal ödüller ön plana çıkmaktadır. Öte yandan psikolojik ve duruma ilişkin koşullar, yöneticilerin vekil şeklinde mi yoksa temsilci şeklinde mi hareket edecekleri konusunda etkili olmaktadır. Temsilci teorisinin diğer önemli bir varsayımı da yöneticinin ne şekilde hareket edeceğine yönelik kararın bilinçli ve rasyonel bir karar olmasıdır.

Öte yandan temsil teorisinde asiller de vekalet teorisindekinden farklı hareket etmektedirler. Vekâlet teorisine göre asiller vekilleri kısıtlayıcı ve kontrol etmeye yönelik bir yaklaşım sergilerken, temsilci teorisine göre asiller yöneticilere şirketin hedeflerine ulaşabilmelerini sağlamak amacıyla gerekli rahat hareket alanını vermektedirler. Asiller temsilcileri şirketin çıkarlarını maksimize etmek için gerekli çabayı göstereceğine inanmaktadırlar.

Donaldson ve Davis (1991) vekalet teorisinin aşağı yönlü riskleri minimize etmeyi hedeflerken, temsilci teorisinin ise yukarı yönlü olanakları maksimize etmeyi hedeflediğini savunmaktadırlar.

1.2.4 İşlem Maliyetleri Teorisi

İşlem maliyetleri teorisi ilk olarak Cyert ve March (1963) tarafından ortaya atılmış. Williamson (1996) tarafından geliştirilmiştir. İşlem maliyetleri ekonomisi teorisi şirketi bir yönetim yapısı olarak ele alır. Uygun bir yönetim yapısının belirlenmesi yöneticiler ile pay sahiplerinin çıkarlarının uzlaşmasını sağlayabilir.

1.2.5 Kaynak Bağımlılığı Teorisi

Kaynak bağımlılığı teorisinin çıkış noktalarından olan Pfeffer and Salancik's (1978) şirketi anlamak için şirketin çevre koşullarını anlamak gerektiğine dikkat çekmektedirler. Kaynak bağımlılığı teorisi şirket tarafından ihtiyaç duyulan kaynaklara erişimde yönetim kurulunun rolüne odaklanmaktadır.

1.3 DÜNYADA KURUMSAL YÖNETİM UYGULAMALARI

Ülkelerdeki kurumsal yönetim uygulamaları bir ülkedeki tarihi gelişime, ekonomik, kültürel ve hukuki altyapıya göre değişebilmektedir. Herhangi bir ülkedeki sermaye piyasalarının gelişmişlik düzeyi ve ülkedeki yeri, kurumsal yönetim üzerinde özellikle etkili olmaktadır.

Dünya çapında iki temel kurumsal yönetim anlayışının ön plana çıktığı görülmektedir. Dışarıdakilerin hakimiyetinin ön plana çıktığı ABD liderliğindeki Anglo Sakson ekonomik modelinde, rekabetçi yapı ve piyasaların rolü ağırlık taşımaktadır. İçeridekilerin hakimiyetinin ön plana çıktığı Avrupa'da ise şirketin büyük ortakları ve paydaşların rolü önem kazanmaktadır. Hukuki yapı ABD'deki pay sahiplerini ön plana çıkarırken, Avrupa'nın birçok ülkesinde ise şirketin ve değişik paydaşların ortak çıkarlarını ön plana çıkarmaktadır.

ABD başta olmak üzere anglo sakson ülkelerinde yöneticilerin şirketi kendi çıkarları için kullanmalarını engellemek kurumsal yönetimin en önemli amacı olarak ortaya çıkarken, diğer birçok ülkede büyük ortağa karşı küçük yatırımcıların çıkarlarını korumak en önemli amaç olarak ortaya çıkmaktadır.

1.3.1 ABD’de Kurumsal Yönetim

ABD’de şirketlerin pay sahipliği çok sayıda küçük yatırımcı arasında dağıldığından, pay sahiplerinin şirketin yönetimi üzerinde bir gücü bulunmamaktadır. Pay sahipleri hisse senetlerini finansal bir yatırım olarak gördüğünden ve gerektiğinde hızla satarak başka bir şirketin hisse senedini satın alabileceğinden, şirketin yönetimine katılmasına ve yönetimin faaliyetlerinin gözetimini gerçekleştirmesine yönelik bir teşvik faktörü bulunmamaktadır. Bu çerçevede Anglo sakson sisteminde pay sahiplerinin şirket üzerinde kontrolleri çok düşüktür.

Bu nedenle vekalet teorisine uygun bir şekilde ABD’de kurumsal yönetim alanında yaşanan sorun, pay sahiplerinin zayıf, yöneticilerin ise güçlü durumda olmaları ve kendi çıkarlarını maksimize edecek şekilde şirketleri yönetebilmeleridir.

ABD’de gerçekleşen kurumsal yönetim skandallarında genellikle yöneticilerin şirket üzerindeki kontrol edilmeyen güçlerini kötüye ve kendi çıkarlarına kullanmalarından kaynaklanan durumlar ortaya çıkmıştır. ABD’de yönetim kurulu üyelerini de genelde şirket yöneticileri seçtiğinden yönetim kurulları da beklenen gözetim görevini yapamamaktadır.

Ancak Amerikan sisteminde piyasa disiplini yüksektir, şirketin ele geçirilme riski şirket yöneticileri üzerinde disipline edici bir etki yaratmaktadır. Öte yandan bu sistemde küçük pay sahiplerinin çıkarları aleyhine hareket edecek bir büyük ortak ve holding yapısı da bulunmamaktadır. Şirketlerin hisse senetleri çok sayıda ortağa dağıldığından, borsada likidite çok yüksektir,

ABD sisteminde tek bir yönetim kurulu yapısı bulunmaktadır ve hukuken iki ayrı yönetim kuruluna imkan bulunmamaktadır (Bohinc R., 2011,s. 60). İngiltere’de de tekli yönetim kurulu sistemi bulunmaktadır.

Bu sisteme göre yönetim kurulunda hem şirkette yönetici konumunda olan kişiler hem de yöneticilik görevi olmayanlar üye olarak görev yapmaktadırlar. Bu şirketin gözetimi açısından bir dezavantaj yaratmakta, ancak ikili sistemde bulunan bilgi paylaşımı problemi ortadan kalkmaktadır.

1.3.2 Avrupa’da Kurumsal Yönetim

Kıta Avrupası’nda ve buna benzer şekilde Japonya’da bankacılık merkezli bir sistem bulunmaktadır ve mali sistemde bankaların ağırlığı yüksektir. Bankalar şirketlerin finansmanında ön plana çıkmaktadırlar. ABD ve İngiltere’dekinden farklı olarak, bir veya birkaç ortağın şirket yönetimini belirleyebilecek ölçüde yüksek oranda payı bulunmaktadır. ABD’deki sistemin aksine Avrupa ve birçok gelişmekte olan ülkede büyük pay sahipleri şirketin yönetimi üzerinde gerekli gözetim ve kontrolü gerçekleştirmektedir. Ancak bu sefer de büyük pay sahibi şirketi kendi çıkarları çerçevesinde yönlendirme imkanına sahip olduğundan, küçük pay sahiplerini zarara uğratabilmektedir.

Küçük yatırımcıların toplam payı büyük ortağı geçse bile, büyük ortağın şirket kontrolünü elinde tutması nedeniyle, küçük yatırımcıların çıkarları büyük ortağın kararlarına bağlı olmaktadır.

ABD ve İngiliz sisteminde finans piyasalarındaki gelişmeler piyasalar üzerinde daha çok etkili olurken Avrupa sisteminde ise büyük pay sahipleri şirketler üzerinde daha çok etkiye bulunmaktadır. Bu çerçevede ABD’den farklı olarak Avrupa ve Türkiye gibi birçok gelişmekte olan ülkede yaşanan sorun güçlü bir ortağın şirket yönetiminde etkin olarak çok sayıda küçük pay sahibinin çıkarlarının aleyhine

kararlar almasında yatmaktadır. Bu nedenle Avrupa ve Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde sistemin küçük pay sahiplerini büyük ortaklara karşı koruması gerekmektedir.

Büyük bir ortak şirketin yönetimi üzerinde etkili olduğu ve etkili gözetim yapabildiği için, yöneticilerin pay sahiplerinin çıkarları aleyhine faaliyet gösterebilme olasılıkları azalmaktadır. Avrupa sisteminde paydaşların da hakları korunmaktadır. Kısa vadeli hisse senedi performansına odaklanılan Amerikan sisteminin tersine, blok pay sahibi olan büyük ortaklar daha uzun vadeli bir perspektife sahip olduklarından, şirket uzun vadeli bir yaklaşımla yönetilebilmektedir.

Avrupa sisteminde iki ayrı yönetim kurulu bulunmaktadır. İkili yönetim kurulunda şirketin yönetimi fonksiyonu ile şirketin faaliyetlerinin gözetimi ve izlenmesi faaliyetleri ayrılmaktadır.

Avusturya, Almanya ve Hollanda gibi bazı ülkelerde iki ayrı yönetim kurulu oluşturulması hukuken zorunlu tutulmuştur. Örneğin Alman Şirketler Kanunu'na göre şirketlerde yürütme ve yönetim kurulundan oluşacak şekilde sadece ikili bir yönetim sistemi mümkündür; yönetim kurulu şirketin yönetiminden doğrudan sorumlu iken, yürütme kurulu ise şirket yönetiminin izlenmesinden sorumludur (Bohinc, 2011,s. 57). Yürütme kurulu üyeleri ya pay sahipleri ya da çalışanlardan oluşmakta olup bir kişi hem yürütme hem de yönetim kurulu üyesi olamamaktadır (Jungmann, 2006,s. 432).

1.4 OECD KURUMSAL YÖNETİM İLKELERİ

Dünya çapında kurumsal yönetimin geliştirilmesine yönelik olarak uluslar arası çapta en çok başarılı olmuş girişim OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri olmuştur. OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri ilk olarak 1999 yılında yayınlanmıştır. OECD ilkeleri kurumsal yönetime ilişkin duyarlılığı artırarak ve buna ilişkin bir uluslar arası

standart oluşturarak önemli bir işlevi gerçekleştirmiştir. OECD daha sonra üye ve üye olmayan ülkelerin ve uluslararası kurumların da görüşünü alacak şekilde Kurumsal Yönetim İlkelerini 2004 yılında değiştirerek şu anki son haline getirmiştir.

OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri, birçok ulusal kurumsal yönetim ilkesinin oluşturulmasında bir referans oluşturması ve Dünya Bankası ile IMF'nin ülke değerlendirmelerinde kullanılması nedeniyle dünya çapındaki en önemli uluslar arası standarttır.

OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri 6 alanı kapsamaktadır. Bunlardan ilk bölüm kurumsal yönetime ilişkin hukuki altyapıya ilişkin tavsiyelerini sıralamaktadır.

1.4.1 Etkin Bir Kurumsal Yönetim Altyapısı Oluşturmaya Yönelik İlkeler

Bu bölümde şirketlerin kurumsal yönetimde gözetmesi gereken ilkeler değil, kurumsal yönetime ilişkin hukuki altyapının sahip olması gereken özellikler dile getirilmektedir. OECD (2004) Kurumsal Yönetim İlkelerinde buna ilişkin şu görüş dile getirilmektedir:

“Kurumsal yönetime ilişkin hukuki altyapı şeffaf ve etkin piyasaları teşvik etmeli, hukukun egemenliği ilkesi ile uyumlu olmalı ve değişik düzenleme, gözetim ve denetim kurumları arasındaki sorumluluk dağılımını açıkça ortaya koymalıdır.”

Bunun dışında düzenleyici kuruluşların sahip olması gereken özellikler sayılmaktadır.

1.4.2 Pay Sahiplerinin Hakları ve Kilit Fonksiyonları

OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri'nde bu bölüme ilişkin olarak

“kurumsal yönetim mevzuatı pay sahiplerinin haklarının korumalı ve kullanmalarını kolaylaştırmalıdır”

İfadesi kullanılmaktadır.

Bu bölümde pay sahiplerinin sahip olması gereken haklar sayılmaktadır. Burada dikkat çeken ilkeler, şirketin varlıklarının önemli bir kısmının satılmasında pay sahiplerinin onayının aranması, genel kurullarda pay sahiplerinin gündeme madde koyma imkanı verilmesidir. Bunun dışında yönetim kurulu üyesi aday gösterme ve seçmede pay sahiplerinin katılımının sağlanması öngörülmektedir.

1.4.3 Pay Sahiplerine Eşit Davranılması

OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri'nde bu bölüme ilişkin olarak

“kurumsal yönetim mevzuatı azınlık ve yabancı olanlar dahil tüm pay sahiplerine eşit muamele edilmesini sağlamalıdır. Tüm pay sahipleri haklarının ihlal edilmesine karşı hakkını kullanabilme fırsatı sahibi olmalıdır”

denilmektedir.

Bu bölümde, aynı sınıfta olan tüm pay sahiplerinin aynı haklara sahip olması gerektiği, azınlık hakkına sahip olanların büyük ortakların olumsuz hareketlerinden korunması gerektiğine dikkat çekilmektedir.

1.4.4 Kurumsal Yönetimde Paydaşların Rolü

OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri pay sahipleri dışındaki şirket paydaşlarının da haklarına değinmektedir. İlkeler, Kanun ve karşılıklı sözleşmelerle yapılan ortaya çıkan paydaş haklarının gereğinin yerine getirilmesi, getirilmezse de paydaşların

haklarının ihlaline karşı haklarını etkin bir şekilde koruma hakkı verilmesi ilkesini getirmektedir.

1.4.5 Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık,

OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri'nde bu bölüme ilişkin olarak

“kurumsal yönetim mevzuatı, finansal durum ve performans, ortaklık yapısı ve yönetim dahil olmak üzere şirkete ilişkin tüm önemli bilgilere yönelik olarak zamanında ve doğru kamuyu aydınlatmanın yapılmasını sağlamalıdır”

denmektedir.

İlkelerde şirketlerin kamuyu aydınlatmayı hangi temel alanlarda yapacakları sayılmaktadır. Bunun dışında finansal tabloların yüksek standartları olan muhasebe standartları kullanılarak yapılması gerektiği belirtilmektedir. Öte yandan kamuyu aydınlatma yapılırken eşit, zamanında ve maliyetler açısından verimli olacak kanalların kullanılması istenmiştir.

1.4.6 Yönetim Kurulu'nun Sorumlulukları

OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri'nde bu bölüme ilişkin olarak son olarak yönetim kuruluna yönelik ilkeler getirmektedir. Yönetim kuruluna yönelik ilkelerde temel olarak; yönetim kurulunun pay sahiplerine ve şirkete yönelik görevlerini en iyi şekilde ve tarafsız şekilde yerine getirmeleri gerektiğine dikkat çekerken, yönetim kurulunun yerine getirmesi gereken temel görevleri saymaktadır. Bunun dışında yönetim kurulunun şirkete yönelik faaliyetlerini bağımsız bir şekilde yerine getirebilmesi için, kurulda bağımsız görüş ifade edebilecek yeterli sayıda şirket dışından üyenin bulunması talep edilmektedir.

BÖLÜM II TÜRKİYE'DE KURUMSAL YÖNETİM

2.1 GİRİŞ

2000'li yıllara kadar Türk ekonomisinde ve finans piyasalarında yüksek enflasyon ve faiz oranları ve yüksek bütçe açıkları gibi makroekonomik istikrarsızlıklar hakim olmuş ve bunun neticesinde çeşitli ekonomik krizler yaşanmıştır. Genel makroekonomik istikrarsızlıkların da katkısıyla kurumsal yönetim alanında da bu dönemde büyük bir ilerleme sağlanamamıştır. Ancak kurumsal yönetim açısından 2000'li yılların başı Türkiye için bir dönüm noktası olmuştur. 2000'li yıllarda makroekonomik istikrar tesis edilirken, aynı zamanda kurumsal yönetimin gelişmesi için önemli adımlar atılmıştır. Türkiye'deki reform sürecinde Avrupa Birliği uyum süreci ile Anglo-Sakson kökenli sermayeyi ülkeye çekmek gibi iki önemli faktör etkili olmuştur (Ararat,Yurtoğlu, 2006a, s.31).

Ararat ve Uğur (2003), 2001 yılına kadar Türkiye'deki mevcut kurumsal yönetim altyapısının, şeffaf olmayan ve bozuk uygulamalara açık olduğuna dikkat çekmektedirler. Şirketler yüksek makroekonomik istikrarsızlıktan kaynaklanan riskleri dengelemek ve rakiplerine karşı avantaj sağlamak amacıyla da düşük kalitede kurumsal yönetim uygulamasında bulunmayı tercih etmişlerdir (Ararat, Uğur 2005,s. 2).

Ancak 2000'li yılların başında yaşanan ekonomik krizden sonra uygulanmaya başlanan makroekonomik ve yapısal reformlar neticesinde ve dünya konjonktürünün de yardımcı olmasıyla Türk ekonomisinde makroekonomik istikrar sağlanmaya başlanmıştır. Bu çerçevede enflasyon ve faiz oranlarında kayda değer düşüşler yaşanmış, bu da ülkeye önemli miktarda yabancı doğrudan ve portföy yatırımını çekmiştir.

2000'li yıllar kurumsal yönetim açısından da Türkiye'de bir reform dönemi olmuştur. Ararat (2010) reform yaşanan 2000'li yılları ikiye ayırarak 2000-2005 dönemini reform dönemi, 2005-2009 dönemini ise reform sonrası uygulama dönemi olarak nitelendirmiştir.

Bu dönemde SPK'nın 2003 yılında uygulamaya soktuğu Kurumsal Yönetim İlkeleri kurumsal yönetim anlamında bir milat olmuştur. 2000'li yıllarda Türkiye'de kurumsal yönetimin gelişmesi açısından bir diğer reform da şirketlerin mali tablolarını uluslararası finansal raporlama standartlarında yayınlama zorunluluğu getirilmesi olmuştur. Ancak ortaklık yapısı, holding şirket ilişkileri, pay sahipleri arasında oy kullanma anlaşmaları ve yöneticilerin seçilmesi ve ücretleri alanlarında önemli bir gelişme yaşanmamıştır (IFC, 2010,s. 59). Bu çerçevede kurumsal yönetim anlamında önemli adımlar atılmasına rağmen, Türkiye'de şirketlerde aile egemenliğinden kaynaklanan sorunlar tamamen aşılamamıştır.

Türkiye'de şirketler ağırlıklı olarak büyük ortağın ailelerin olduğu şirketlerden oluşmaktadır. Az sayıda aile Türkiye ekonomisi içinde önemli bir paya sahiptir. ABD'nin en büyük 500 şirketinde aileler şirketlerin yüzde 3,42'sinde büyük ortak iken, bu oran Türkiye'de yüzde 13,57'ye çıkmakta, holding yapıları göz önüne alındığında bu oran dramatik bir şekilde yükselmektedir (Ararat,Yurtoğlu, 2006,s. 33).

Bu çerçevede Türkiye'de içeridekilerin egemen olduğu bir kurumsal yönetim altyapısı bulunmaktadır. (Yurtoğlu,2000,s. 216). Yurtoğlu (2003) 257 İMKB şirketine yönelik yaptığı çalışmada, piramit yapısı veya şirketler arası karmaşık ortaklık yapısı kullanılarak bu şirketlerin çoğunluğunun aileler tarafından kontrol edildiğine işaret etmiştir. Küçükçolak, Özer (2007), İMKB şirketlerinde büyük ortak durumunda olan ailelerden birden fazla kişinin üye olarak yönetim kurullarında temsil edildiğini, büyük ortakların yönetim kurulu üyelerini ve kilit yöneticileri seçtiğini ortaya koymuşlardır.

Yurtoğlu (2003) bu durumun, ailelerin tek tek şirketler yerine şirketler grubunun ve kar üzerindeki haklarının yüksek olduğu şirketlerin performansına önem vermesi nedeniyle şirketlerin kaynaklarının grubun faydasına kullanılarak küçük yatırımcının zarara uğratılabileceğine dikkat çekmektedir. Ayrıca bu durum yatırımcının riskten kaçınması nedeniyle Türk şirketlerinin sermaye maliyetini artırarak sistem açısından da zararlı olabilecektir.

Mülkiyetin belirli ailelerin elinde toplanması ve yönetim kurulunu belirleyebilme imkanı, şirketlerdeki yönetim kurulunun işlevlerini sınırlamakta ve bu organı işlevsiz hale getirmektedir (Ararat,Yurtoğlu, 2006a, s. 21).

Türkiye'deki aile şirketleri yapısı ancak çok uzun dönemde değişebilecek bir yapıdır. Öte yandan ailelerin şirket yöneticileri üzerinde kontrolünün yüksek olması nedeniyle, yöneticilerin pay sahiplerinin aleyhine hareket etmesi riski asgariye inmektedir. Önceki bölümlerde de tartışıldığı gibi birçok gelişmiş ülkedeki kurumsal yönetime ilişkin problem de yöneticilerin pay sahiplerini aleyhine hareket etmesidir.

Tablo 2.1'de Standart & Poors's tarafından dünya çapında hesaplanan şeffaflık ve kamuyu aydınlatma endeksi¹ çerçevesinde Türkiye'nin durumunun diğer ülkelerle karşılaştırması yer almaktadır. 2005 yılına ilişkin eski veriler olmasına rağmen Türkiye'nin kurumsal yönetim alanında dünyadaki yeri açısından bir fikir vermektedir. 2005 yılı için hesaplanan genel endekse bakıldığında Türkiye'nin Güney Amerika ortalamasından daha iyi durumda olduğu, Asya'nın gelişen ülkeleri ile yakın seviyede olduğu görülmektedir. Alt endekslere bakıldığında ise,

- Ortaklık yapısında da genel endeksteği gibi Türkiye'nin Güney Amerika'nın üzerinde ve Asya'nın gelişmekte olan ülkeleriyle ise aynı düzeyde olduğu,

¹ Standard & Poor's tarafından hesaplanan şeffaflık ve kamuyu aydınlatma endeksi (Transparency and Disclosure Index) adından da anlaşılacağı gibi kurumsal yönetimin kamuyu aydınlatma alanına odaklanan bir endekstir. Bu çerçevede bu endeks kurumsal yönetimin tüm alanlarını kapsayan genel bir endeks değildir.

- Finansal tablolar açısından Türkiye'nin uluslararası standartları kabul etmesinin etkisiyle sıralamada yükseldiği ve Asya Pasifik, Gelişen Asya ülkeleri ve Güney Amerika'daki ülkelerin üzerinde olduğu,
- Yönetim kurulu yapısı ve süreçlerinde ise Türkiye'nin Güney Amerika'dan sonra sondan ikinciliğe düştüğü,

görülmektedir.

Tablo 2.1: Standard & Poors'un Şeffaflık ve Kamuyu Aydınlatma Endeksi Çerçevesinde 2005 Yılında Türkiye ve Diğer Ülkelerin Karşılaştırması (100 üzerinden)

	Genel Endeks	Ortaklık Yapısı	Finansal Tablolar	Yönetim Kurulu Yapısı	Şirket Sayısı
İngiltere	70	54	81	70	124
Avrupa	51	41	69	41	227
ABD	70	52	77	78	500
Japonya	61	70	76	37	150
Asya Pasifik	48	41	60	42	99
Güney	31	28	58	18	89
Asya (Gelişen)	40	39	54	27	253
Türkiye	41	39	64	20	52

Kaynak: (Ararat, Uğur 2005).

Öte yandan, Türk sermaye piyasalarında borsa şirketlerinin halka açık olmayan kısmında aile şirketlerinin egemenliği var iken, halka açık kısmında ise yabancı yatırım fonları ön plana çıkmaktadır. Ancak yabancı yatırımcılar daha çok borsadaki büyük şirketleri tercih etmektedirler. Yabancı yatırımcılar büyük borsa şirketleri içinde ise MSCI endeksinde (Morgan Stanley Capital International World Index) yer alan şirketleri tercih etmektedirler (Ararat ve diğerleri, 2012a,s. 13)

2.2 TÜRK SERMAYE PİYASASI'NDA KURUMSAL YÖNETİM

Türkiye’de kurumsal yönetim, 1980’li yıllardan bu yana Sermaye Piyasası Kanunu ve Sermaye Piyasası Kurulu’nun halka açık şirketlere yönelik olarak belirlediği zorunlu kurallar çerçevesinde zaten mevcut olan bir kavramdır. Sermaye Piyasası Mevzuatı, halka açık şirketlere, diğer anonim şirketlere getirilmeyen ve pay sahiplerinin çıkarını koruyan birçok yükümlülük getirmiştir.

Öte yandan kurumsal yönetim açısından Türkiye sermaye piyasalarında 2003 ve 2011 yılları dönüm noktası olmuştur. 2003 yılı Sermaye Piyasası Kurulu’nun ilk defa kurumsal yönetim ilkeleri yayınlaması açısından büyük önem taşırken, 2011 yılı ise bazı kurumsal yönetim ilkelerinin zorunlu hale gelmesi nedeniyle dönüm noktası olmuştur.

2003 yılında Sermaye Piyasası Kurulu, dünya uygulamalarında da kurumsal yönetimin ön plana çıkmasına paralel olarak, kurumsal yönetim ilkelerini yayımlamıştır. Söz konusu ilkeler daha sonra 2004 yılında bazı değişikliklere uğramış ve 2005 yılında yenilenmiş ilkeler yayımlanmıştır. İlkelerde uluslararası kabul görmüş olan OECD ilkeleri de esas alınmış, ancak piyasa katılımcılarının da görüşleri alınarak, Türkiye’ye has ilkeler ortaya konmuştur. İlkeler esas olarak halka açık olan anonim ortaklıklar için konulmuştur. İlkelerin uygulanması şirketlerin isteğine bağlı olmuştur; ilkelerin ana prensibi “uygula, uygulamıyorsan açıkla” şeklindedir.

Diğer taraftan Sermaye Piyasası Kurulu aldığı bir karar ile şirketlerin SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri’ne uyumu konusundaki beyanları ile ilkeler karşısındaki durumlarının görülebilmesi için 2005 yılında yayımlanacak 2004 yılına ilişkin faaliyet raporlarından başlamak üzere faaliyet raporlarında ve varsa internet sitelerinde; Kurumsal Yönetim Uyum Raporu’na yer verilmesi zorunluluğunu getirmiştir. Bu çerçevede hisse senetleri İMKB’de işlem gören şirketler 2005 yılından bu yana Kurumsal Yönetim Uyum Raporu yayımlamaktadırlar.

Kurumsal yönetim ile ilgili diğer bir önemli gelişme ise İMKB nezdinde bir kurumsal yönetim endeksi oluşturulmuş olmasıdır. Sermaye Piyasası Kurulu'nca faaliyet izni verilmiş kurumsal yönetim derecelendirme kuruluşlarınca verilen kurumsal yönetim notu en az 6 olup, İMKB'de işlem gören şirketler, İMKB Kurumsal Yönetim Endeksine dahil edilmektedirler.

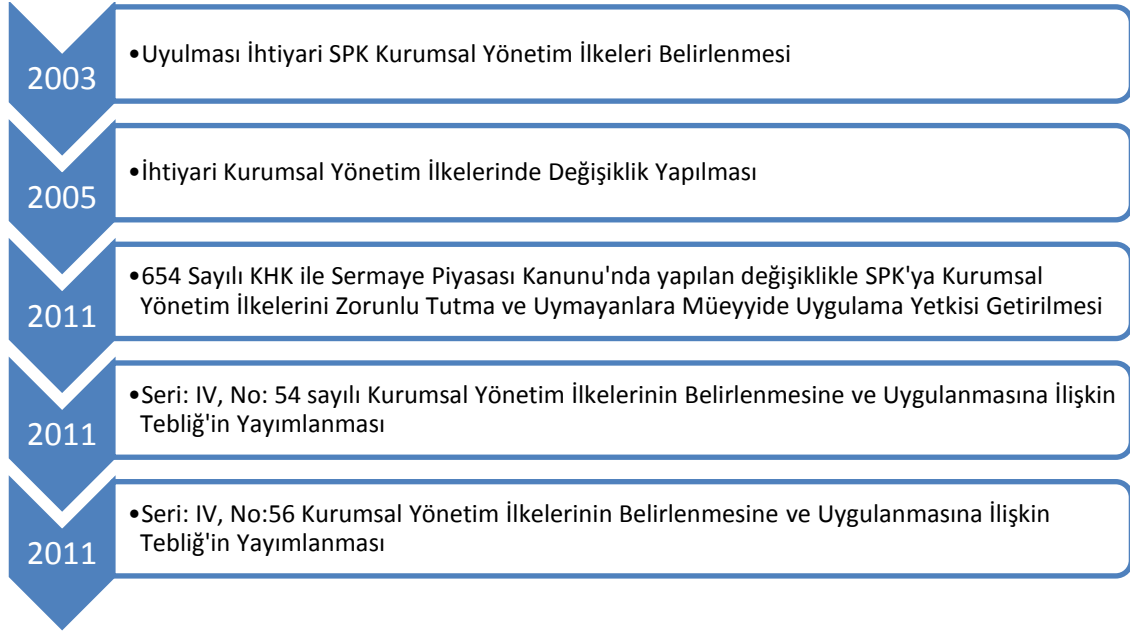
2011 yılına kadar Kurumsal Yönetim İlkeleri, kanun, yönetmelik, tebliğ gibi düzenlemeler içinde yer almadığı, SPK'nın açıkladığı ve uyulması ihtiyari olan ilkelerdir. Ancak 2003 yılında yayımlanarak 2005 yılında revize edilen ve uyulması ihtiyari olan Kurumsal Yönetim İlkeleri'nde mevcut bulunan bir kısım düzenleme sermaye piyasası mevzuatına girerek zorunlu hale gelmişti.

19.03.2008 tarih ve 26821 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe giren Seri: IV, No: 41 sayılı "Sermaye Piyasası Kanunu'na Tabi Olan Anonim Ortaklıkların Uyacakları Esaslar Hakkında Tebliğ ile payları İMKB'de işlem gören şirketler için;

- İlişkili kuruluşlarla yapılan işlemler için değerlendirme yaptırma ve kamuyu aydınlatma yükümlülüğü getirilmiştir,
- Pay sahipleri ile ilişkiler biriminin oluşturulması zorunluluğu getirilmiştir,
- Şirketlerin sermaye piyasası mevzuatından kaynaklanan yükümlülüklerinin yerine getirilmesinde ve kurumsal yönetim uygulamalarında koordinasyonu sağlayan bir personelin görevlendirilmesi zorunlu kılınmış, söz konusu personelin Sermaye Piyasası Faaliyetleri İleri Düzey Lisansı ve Kurumsal Yönetim Derecelendirme Uzmanlığı Lisansı sahibi olma zorunluluğu getirilmiştir.

Öte yandan Kurumsal Yönetim ile ilgili son dönemde yaşanan en büyük gelişme 2011 sonunda ortaya çıkmıştır. 2011 yılında 11 Ekim 2001 tarihli mükerrer Resmi Gazetede yayınlanan 654 sayılı KHK'nın 2nci maddesi ile Sermaye Piyasası

Kanununun 22nci maddesine ‘z’ bendi² eklenmiştir. Bu bent ile kurumsal yönetim bir kavram olarak Sermaye Piyasası Kanunu’na girerken, Sermaye Piyasası Kurulu’na kurumsal yönetim ilkeleri belirlemek ve gerekli gördüğü borsa şirketlerine kısmen veya tamamen uyması zorunluluğu getirmek ve uymayanlara da gerekli müeyyide uygulama yetkisi verilmiştir.



Şekil 2.1: Türkiye’de Kurumsal Yönetim’de Yaşanan Değişimin Özeti

Sermaye Piyasası Kurulu da kanunla kendisine verilen bu yetki ile ilk defa 2011 yılından itibaren kurumsal yönetim ilkelerinin belli kriterlerini belirli şirketler için zorunlu hale getirmiştir.

654 sayılı KHK ile Sermaye Piyasası Kanunu’nda yapılan değişiklik ile kendine verilen yetki ile ilk olarak Sermaye Piyasası Kurulu 11.10.2011 tarih ve 28081 (2.

² “z) 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.”

Mükerrer) sayılı Resmi Gazete’de Seri: IV, No: 54 sayılı “Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ”i yayımlamıştır. Bu Tebliğ’in ekine konan Kurumsal Yönetim İlkeleri, uluslararası uygulamalar çerçevesinde revize edilerek ilk defa mevzuata girmiştir. Bunun yanında İMKB 30 endeksine dahil olan bankalar haricindeki halka açık anonim ortaklıklara Kurumsal Yönetim İlkeleri’nden genel kurul toplantı ilanlarının zamanlamasına yönelik ve bağımsız yönetim kurulu üyeliği gibi alanlarda uygulama zorunluluğu getirilmiştir.

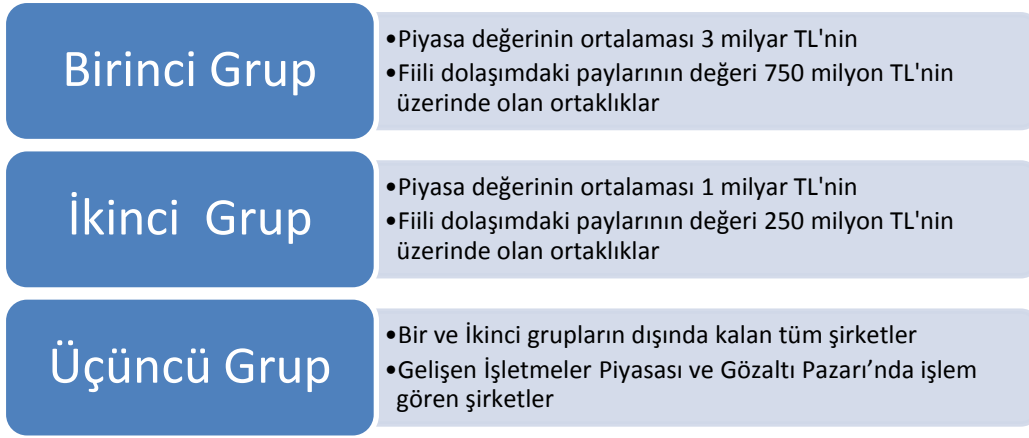
Ancak Seri: IV, No: 54 sayılı Tebliğ, yaklaşık iki ay sonra 30.12.2011 tarih ve 28158 sayılı Resmi Gazete’de yayımlanan Seri: IV, No: 56 sayılı “Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ” ile yürürlükten kaldırılmıştır. Tebliğ değişikliği ile getirilen en büyük değişiklik Kurumsal Yönetim İlkelerinin bazı maddelerinin Seri: IV, No: 54 sayılı Tebliğ’de sadece bankalar haricindeki İMKB 30 şirketleri için zorunluluk haline getirilmesi iken, şirket kapsamının genişletilerek Gelişen İşletmeler Piyasası ve Gözaltı Pazarı’nda işlem görenler hariç hisse senetleri İMKB’de işlem gören tüm şirketlere yayılması olmuştur. Bu çerçevede Seri: IV, No: 54 sayılı Tebliğ’in aksine, Seri: IV, No: 56 ile bankalar da kapsam dahiline alınmış, ancak bankalar için yürürlük süresi 1 yıl ertelenmiştir. Öte yandan piyasadan gelen istek ve tepkiler çerçevesinde Seri: IV, No: 57 sayılı Tebliğ ile Seri: IV, No: 56 sayılı Tebliğ’de bazı değişiklikler yapılmıştır.

Borsa şirketleri piyasa değerleri ve fiili dolaşımdaki piyasa değerleri çerçevesinde üç gruba ayrılarak farklı seviyelerde uygulama zorunluluğu getirilmiştir. 2012 yılının başında SPK’nın 2012/1 sayılı haftalık bülteni ile birinci ve ikinci grupta yer alan şirketlerin listesi yayımlanmıştır.³ Öte yandan piyasa değeri ile fiili dolaşımdaki payların piyasa değerinin hesaplanmasında, Mart, Haziran, Eylül ve Aralık ayları

³ 1. Grup borsa şirketleri: Anadolu Efes, Akbank, Arçelik, BİM, Coca Cola, Emlak Konut GYO, Enka, Erdemir, Ford, Garanti Bankası, Halk Bankası, İş Bankası, Koç Holding, Koza Altın, Sabancı Holding, Şişe Cam, Turkcell, Türk Hava Yolları, Türk Telekomünikasyon, TPAO, Vakıflar Bankası, Yapı ve Kredi Bankası, 2. Grup: Akçansa Akenerji, Akfen, Aselsan, Asya Katılım Bankası, Aygaz, Çimsa, Doğan Holding, Doğan Yayın Holding, Eczacıbaşı İlaç, Finansbank, Migros, Petkim, TAV, Tekfen, Trakya Cam, TSKB, Türk Traktör, Ülker, Yazıcılar Holding.

itibarıyla son işlem günlerinde oluşan ikinci seans kapanış fiyatlarının ortalaması ile fiili dolaşımdaki pay oranlarının ortalaması esas alınacağı açıklanmıştır.

Sermaye Piyasası Kurulu bu hesaplamayı her yılın Ocak ayında tekrar yaparak, şirketlerin dâhil oldukları grupları yeniden belirleyip Haftalık Bülten aracılığıyla ilan edeceğini açıklamıştır. Belirlenen kriterlere göre üst gruba yükselen şirket, hesaplamanın ait olduğu yılı takip eden yıldan itibaren yeni gruba ilişkin Kurumsal Yönetim İlkelerine tabi olmakla birlikte alt gruba düşen şirket açısından Kurumsal Yönetim İlkelerinin uygulanması açısından bir değişiklik olmayacaktır.



Şekil 2.2 : SPK Seri: IV, No: 56 sayılı Tebliğ ile getirilen şirket sınıflandırması.

Yayımlanan Seri: IV, No: 56 sayılı Tebliğ ile, Türk Parası Kıymetini Koruma Hakkında 32 sayılı kararda tanımlanan dışarıda yerleşik ortaklıklar hariç olmak üzere payları İMKB'de işlem gören halka açık şirketler, payları İMKB'de işlem gören halka açık şirketler Kurumsal Yönetim İlkelerinden 1.3.1, 1.3.2, 1.3.7, 1.3.10, 4.3.1, 4.3.2, 4.3.3, 4.3.4, 4.3.5, 4.3.6, 4.3.7, 4.3.8, 4.3.9, 4.4.7, 4.5.1, 4.5.2, 4.5.3, 4.5.4, 4.6.2, 4.6.4 numaralı maddelerdeki kurumsal yönetim ilkelerine uyması zorunlu tutulmuştur⁴. Zorunlu tutulan kurallar Kurumsal Yönetim İlkeleri'nin Pay Sahipleri ve Yönetim Kurulu bölümlerinde bulunmaktadır.

⁴ Diğer ilkelere uyum konusunda ise eski sistem yani “uygula, uygulamıyorsan açıkla” sistemi devam etmektedir.

Öte yandan Kurumsal Yönetim İlkelerinin uyulması zorunlu tutulan maddelerine yönelik ikinci ve üçüncü grupta yer alan şirketler için farklılıklar ve genel olarak bazı istisnalar getirilmiştir:

- İkinci ve üçüncü grupta yer alan şirketlerin yeni bir bağımsız yönetim kurulu üyesi belirlerken SPK onayı şartı aranmamaktadır (4.3.8 numaralı ilkenin üçüncü fıkrası ve 4.3.9 numaralı ilkenin ikinci fıkrası). Ancak bu ilkenin uygulamasında Kurul'un bağımsız yönetim kurulu üye adayları hakkında olumsuz görüş vermemesi, adayın bağımsızlığının SPK veya kamu tarafından tekeffülü anlamına gelmeyeceği belirtilmiştir.
- Bağımsız yönetim kurulu üye sayısı hakkında 4.3.4 numaralı ilkede belirtilen kriterler⁵, üçüncü Gruptaki şirketler ile yapılacak başvurunun SPK tarafından uygun görülmesi koşuluyla, sermayesinin aralarında eşit olarak en az %51'inin doğrudan veya dolaylı olarak sermaye, yönetim veya denetim ilişkisi bulunmayan, birbirinden bağımsız ve ortaklık ile ilgili önemli kararlarda her bir tarafın olumlu oyu gerekecek şekilde ortaklığın yönetim kontrolünü sözleşme ile eşit olarak paylaşan iki gerçek veya tüzel kişiden oluşan iş ortaklıkları için uygulanmamaktadır. Bu şirketlerde bağımsız üye sayısının iki olması yeterlidir.
- Yatırım ortaklıklarının varlıklarının tümünün veya önemli bir bölümünün devredilmesi veya üzerinde aynı hak tesis edilmesi veya kiraya verilmesi, önemli bir varlığın devir alınması veya kiralanması ile ilgili uygulamalarında 1.3.10 numaralı ilkede belirtilen genel kurul onayı alınması zorunluluğu aranmamaktadır.
- Haklı gerekçelerin varlığı halinde, yatırımcı haklarının korumasını sağlamak için, SPK'nın uygun görüşü ile azami bir yıla kadar geçici bir süreyle sınırlı

⁵ Yönetim kurulu içerisindeki bağımsız üye sayısı toplam üye sayısının üçte birinden az olamaz. Bağımsız üye sayısının hesaplanmasında kusuratlar izleyen tam sayı olarak dikkate alınır. Her durumda, bağımsız üye sayısı ikiden az olamaz.

olmak üzere, bağımsızlık kriterlerinden bir veya birkaçını sağlamayanlar bağımsız yönetim kurulu üyesi olarak genel kurul tarafından seçilebilmektedir.

- 4.3.7 numaralı ilkenin (g) bendinde belirtilen bağımsızlık kriterini⁶ bağımsız üyelerden en az yarısının sağlaması yeterlidir.

Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yönetim İlkeleri değişen haliyle yine Pay Sahipleri, Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık, Menfaat Sahipleri ve Yönetim Kurulu olmak üzere 4 bölümden oluşmaktadır.

1. Pay Sahipleri

Bu bölümdeki alt başlıklar şöyledir:

- Pay sahipliği haklarının kullanımının kolaylaştırılması
- Bilgi alma ve inceleme hakkı
- Genel kurula katılım hakkı
- Oy hakkı
- Azlık hakları
- Kar payı hakkı
- Payların devri

Pay sahipleri alt başlığında, halka açık şirketlerin pay sahiplerine yönelik hakların güçlendirilmesi ön plana çıkmaktadır. Bu çerçevede mevzuata göre kurulması zorunlu olan pay sahipleri ile ilişkiler biriminin pay sahiplerinin bilgilendirilmesinde

⁶ Gelir Vergisi Kanunu'na göre Türkiye'de yerleşmiş sayılması.

haklarını kullanmasında ve korunmasında etkin bir rol oynayan bir araç olarak ortaya konmaktadır.

Pay sahipleri bölümünde payları İMKB’de işlem gören şirketler için zorunlu tutulan ilkeler 1.3.1, 1.3.2, 1.3.7 ve 1.3.10 numaralı maddelerde yer almaktadır. Bunlar aşağıdaki gibidir:

- Genel kurul toplantı ilanı, mevzuatta belirtilen şekillerin yanı sıra, elektronik haberleşme dahil, her türlü iletişim vasıtası ile genel kurul toplantı tarihinden asgari üç hafta önceden yapılması zorunlu tutulmuştur.
- Şirketin genel kurul öncesinde internet sitesine yapacağı duyuruda genel kurul toplantı ilanı ve mevzuatın talep ettiği bildirim ve açıklamaların yanı sıra
- verilmesi gereken bilgiler sayılmıştır⁷.
- Yönetim hakimiyetini elinde bulunduran pay sahiplerinin, yönetim kurulu üyelerinin, üst düzey yöneticilerin ve bunların eş ve ikinci dereceye kadar kan ve sıhrî yakınlarının, şirket veya bağlı ortaklıkları ile çıkar çatışmasına neden olabilecek nitelikte işlem yapabilmesi ve rekabet edebilmesi için genel kurul tarafından önceden onay verilmesi ve söz konusu işlemler hakkında genel kurulda bilgi verilmesi gerekmektedir.

⁷ Tebliğ’de açıklandığı şekliyle:

- Açıklamanın yapılacağı tarih itibarıyla şirketin ortaklık yapısını yansıtan toplam pay sayısı ve oy hakkı, şirket sermayesinde imtiyazlı pay bulunuyorsa her bir imtiyazlı pay grubunu temsil eden pay sayısı ve oy hakkı,
- Şirketin ve şirketin önemli iştirak ve bağlı ortaklıklarının geçmiş hesap döneminde gerçekleşen veya gelecek hesap döneminde planladığı şirket faaliyetlerini önemli ölçüde etkileyecek yönetim ve faaliyetlerindeki değişiklikler ve bu değişikliklerin gerekçeleri ile değişikliğe taraf olan tüm kuruluşların son iki hesap dönemine ilişkin faaliyet raporları ve yıllık finansal tabloları,
- Genel kurul toplantı gündeminde yönetim kurulu üyelerinin azli, değiştirilmesi veya seçimi varsa, azil ve değiştirme gerekçeleri, yönetim kurulu üyeliğine aday gösterilecek kişiler hakkında bilgi;
- Pay sahiplerinin, Sermaye Piyasası Kurulu (SPK)’nın ve/veya şirketin ilgili olduğu diğer kamu kurum ve kuruluşlarının gündeme madde konulmasına ilişkin talepleri,
- Gündemde esas sözleşme değişikliği olması durumunda ilgili yönetim kurulu kararı ile birlikte, esas sözleşme değişikliklerinin eski ve yeni şekilleri.

- Bunun dışında ilkeler tarafından önemli işlem⁸ sayılan kararlar için bağımsız üyelerin çoğunluğunun onayı aranmaktadır. Eğer bu onay verilmezse, yönetim kurulunun söz konusu kararı uygulayabilmesi için genel kurulun onayını alması gerekmektedir. Bu madde Seri: IV, No: 57 sayılı Tebliğ ile değiştirilmemiş halinde önemli işlem sayılan kararlar için genel kurulun onayı şart koşulmaktaydı.

Öte yandan özel denetim hakkı pay sahiplerini bilgi alma hakkının bir parçası olarak nitelendirilmekle birlikte, pay sahiplerinin özel denetim isteme hakkına sahip olması ihtiyari olarak bırakılmıştır.

Genel kurula katılım hakkı açısından genel kurul toplantıları öncesinde pay sahiplerinin en iyi şekilde bilgilendirilmesine yönelik ilkeler sayılmıştır. Bu çerçevede genel kurul toplantısı öncesinde pay sahiplerine ne konularda bilgi verileceği ayrıntılı olarak sayılmıştır. Ayrıca pay sahiplerinin yazılı başvuru yapmaları durumunda genel kurul gündeminde yer almasını istediği başlıkların yönetim kurulu tarafından dikkate alınması gerektiği, eğer yönetim kurulu tarafından kabul görmezse genel kurul toplantısında ret gerekçelerinin açıklanması ilkesi ortaya konmuştur.

Öte yandan oy haklarına yönelik olabildiğince imtiyazdan kaçınılması tavsiye edilmektedir. Azınlık haklarının esas sözleşme ile mevzuatta öngörülenin altındaki orandaki pay sahiplerine tanınabileceği ilkesine yer verilmektedir.

Şirketin bir kar dağıtım politikası bulunması ve bunu genel kurul ve faaliyet raporlarında açıklaması ilkesi getirilmektedir.

2. Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık

⁸ SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'nin 1.3.10 maddesine göre bir şirketin varlıklarının tümünü veya önemli bir bölümünü devretmesi veya üzerinde ayni hak tesis etmesi veya kiraya vermesi, önemli bir varlığı devir alması veya kiralaması, imtiyaz öngörmesi veya mevcut imtiyazların kapsam veya konusunu değiştirmesi, borsa kotundan önemli nitelikte işlem sayılır.

Bu bölümdeki alt başlıklar aşağıdaki gibidir:

- Kamuyu aydınlatma esasları ve araçları
- İnternet sitesi
- Faaliyet raporu

Kamuyu aydınlatma bölümünde zorunlu tutulan bir ilke bulunmamaktadır. Bu bölümde bilgilendirme politikasının tanımı yapılmaktadır. Buna göre bilgilendirme politikası, mevzuat ile belirlenenler dışında kamuya nelerin açıklanacağı ve bu bilgilerin hangi sıklıkla, hangi iletişim kanalları kullanılarak ve nasıl açıklanacağı, üst yönetimin basın ile ne sıklıkta görüşeceği, kamuyu bilgilendirmek amacıyla ne sıklıkta toplantılar yapılacağı ve şirkete iletilen soruların nasıl yanıtlanabileceği gibi konuları içerir.

Öte yandan bu bölümde şirketlerin internet sitelerinde ve faaliyet raporlarında bulunması öngörülen asgari kriterler sayılmaktadır.

3. Menfaat sahipleri

Bu bölümün alt başlıkları ise şöyledir:

- Menfaat sahiplerine ilişkin şirket politikası
- Menfaat sahiplerinin şirket yönetimine katılımının desteklenmesi
- Şirketin insan kaynakları politikası
- Müşteriler ve tedarikçilerle ilişkiler
- Etik kurallar ve sosyal sorumluluk

Menfaat sahipleri bölümünde, menfaat sahiplerinin hangi gruplardan oluştuğuna ilişkin bir tanım yapılarak, menfaat sahiplerinin haklarının korunmasına yönelik

ilkeler sayılmaktadır. Öte yandan menfaat sahiplerinin şirket yönetimine katılımının desteklenmesi ve özellikle menfaat sahiplerini ilgilendiren konularda bu grupların görüşünün alınması öngörülmektedir.

Diğer taraftan Kurumsal Yönetim İlkelerinin bu bölümünde şirketlerin insan kaynakları politikasına yönelik önemli sayıda kriter belirlenmiştir. Buna ek olarak şirketin faaliyetinin internette açıklanan etik kurallar çerçevesinde yürütüleceği öngörülmektedir.

4. Yönetim kurulu

Bu bölümün alt başlıkları ise aşağıdaki gibidir:

- Yönetim kurulunun işlevi
- Yönetim kurulunun faaliyet esasları
- Yönetim kurulunun yapısı
- Yönetim kurul toplantılarının şekli
- Yönetim kurulu bünyesinde oluşturulan komiteler
- Yönetim kurulu üyelerine ve üst düzey yöneticilere sağlanan mali haklar

Yönetim kurulu bölümü Kurumsal Yönetim İlkeleri'nin ayrıntılı düzenlenmiş olan bir bölümdür. Bu bölümde somut öneriler bulunmakta olup bunların bir kısmının uygulanması ayrıca zorunlu tutulmuştur.

Bu bölümde öngörülen somut önerilerden biri yönetim kurulu üyelerinin arasında görev dağılımı varsa yönetim kurulu üyelerinin görev ve yetkilerinin faaliyet raporunda açıklanması yönündedir. Buna ek olarak yönetim kurulunun, yılda en az bir kez risk yönetimi ve iç kontrol sistemlerinin etkinliğini gözden geçirmesi ve iç

kontroller ve iç denetimin varlığı, işleyişi ve etkinliği hakkında faaliyet raporunda bilgi verilmesi öngörülmektedir.

Zorunlu tutulmamakla birlikte yönetim kurulu başkanlığı ve genel müdürlük görevlerinin ayrılması ve bu durumun esas sözleşmede yazılması ilkesi getirilmektedir.

Öte yandan 4.3 numaralı ve “Yönetim Kurulu’nun Yapısı” başlıklı bölümünde yer alan maddelerin bir tanesi hariç tamamı Seri: IV No: 56 sayılı tebliği ile İMKB’de payları işlem gören şirketler için zorunlu tutulmuştur.

Yönetim kurulu yapısı ile ilgili olarak zorunlu tutulan kriterler aşağıdaki gibidir.

- Yönetim kurullarında en az 5 üye bulunması gerekmektedir.
- Yönetim kurulu üyelerinin çoğunluğu icrada görevli olmayan üyelere oluşur.
- Yönetim kurulu içerisindeki bağımsız üye sayısı toplam üye sayısının üçte birinden ve her durumda ikiden az olamaz.

İlkelerde bağımsız yönetim kurulu üyelerinde aranan kriterler sayılmaktadır. Ayrıca aday gösterme komitesi oluşturulması öngörülmekte ve aday gösterme komitesinin oluşturduğu bağımsız üye listesinin SPK’ya gönderilerek onay alınması şartı öngörülmüştür. SPK’nın olumsuz görüş bildirdiği kişiler bağımsız yönetim kurulu üyesi olarak atanamamaktadır.

Öte yandan Seri IV No:57 sayılı Tebliğ ile yapılan değişiklikle, zorunlu tutulmamakla birlikte yönetim kurulunda en az bir kadın üye bulunması ilkesi getirilmiştir.

Bunun dışında zorunlu tutulmamakla birlikte her yönetim kurulu üyesinin bir oy hakkı sahibi olması, toplantılarda muhalif kaldığı konulara ilişkin makul ve ayrıntılı

karşı oy gerekçesini karar zaptına geçirmesi, yönetim kurulu toplantı ve karar nisabına şirket esas sözleşmesinde yer verilmesi gibi ilkeler ortaya konmaktadır.

Diğer taraftan 4.4.7 numaralı madde şirketlere zorunlu tutulmuştur. Buna göre şirketin her türlü ilişkili taraf işlemlerinde ve üçüncü kişiler lehine teminat, rehin ve ipotek verilmesine ilişkin yönetim kurulu kararlarında bağımsız üyelerin çoğunluğunun onayı aranır. Eğer bağımsız yönetim kurulu üyelerinin onayları sağlanamazsa, yönetimin söz konusu kararı genel kurulun onayına sunması gerekmektedir.

İlkelerin yönetim kurulu bölümünde yer alan başlıklardan biri de yönetim kurulunda kurulacak olan komitelerdir. Payları İMKB’de işlem gören şirketler için bu bölümde bazı maddeler zorunlu tutulmuştur:

- Denetimden sorumlu komite, kurumsal yönetim komitesi, aday gösterme komitesi, riskin erken saptanması komitesi ve ücret komitesi oluşturulması zorunludur⁹.
- Söz konusu komitelerin görev alanları, çalışma esasları ve hangi üyelerden oluşacağı yönetim kurulunca belirlenir ve kamuya açıklanır.
- Denetimden sorumlu komite üyelerinin tamamı, diğer komitelerin ise başkanları, bağımsız yönetim kurulu üyeleri arasından seçilmesi zorunludur.
- Genel müdür komitelerde görev yapamaz.

Kurumsal yönetim komitesi şirketin kurumsal yönetim ilkelerine ne ölçüde uyduğunu kontrol ederek bunun nedenlerini bulmak ve yönetim kuruluna şirkette kurumsal yönetim uygulamalarını iyileştirici tavsiyelerde bulunmakla görevlidir.

⁹ Eğer yönetim kurulunun yapısı ayrı bir aday gösterme komitesi, riskin erken saptanması komitesi ve ücret komitesi oluşturulamayacak durumda ise, kurumsal yönetim komitesi bu komitelerin görevlerini yerine getirir.

Kurumsal yönetim komitesi ayrıca pay sahipleri ile ilişkiler biriminin çalışmalarını gözetir.

İlkelerin yönetim kurulu bölümüne ilişkin son başlık yönetim kurulu üyelerine ve üstü düzey yöneticilere sağlanan mali haklardır. Bu bölümdeki 4.6.2 ve 4.6.4 maddelerini uygulanması zorunlu tutulmuştur.

Buna göre:

- Yönetim kurulu ve üst düzeydeki yöneticilerin ücretlendirme politikalarının yazılı hale getirilerek genel kurulun bilgilendirilmesi ve onayının alınması gerekmektedir.
- Ücretlendirme politikası şirketin internet sitesine konur.
- Bağımsız yönetim kurulu üyelerinin ücretlendirilmesinde bu üyelerin bağımsızlıklarını korumaları esas alınırken, ücretlendirmede hisse senedi opsiyonları veya şirketin performansına dayalı ödeme planları kullanılamaz.

Zorunlu tutulmamakla birlikte getirilen önemli ilkelerden biri de şirketin, herhangi bir yönetim kurulu üyesine veya üst düzey yöneticilerine borç verememesi, kredi kullandıramaması, veya lehine kefalet gibi teminatlar verememesidir.

2.3 BANKACILIKTA KURUMSAL YÖNETİM

Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu'nun 1 Kasım 2006 tarih ve 26333 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan "Bankaların Kurumsal Yönetim İlkelerine İlişkin Yönetmelik" ile bankacılık sektörüne yönelik olarak özel bir kurumsal yönetim düzenlemesi gerçekleştirilmiştir. BDDK tarafından belirlenen kurumsal yönetim ilkelerinin sermaye piyasasındaki ile kıyaslandığında daha dar kapsamlı ve daha genel nitelikli olduğu görülmektedir.

Bu düzenleme ile 7 ilke getirilmiştir. Bu ilkeler aşağıdaki gibidir:

1. Banka içerisinde kurumsal değerler ve stratejik hedefler oluşturulmalıdır

Bu ilke ile bankaların misyon vizyon stratejilerini ve etki değerlerini oluşturmaları amaçlanmaktadır. Ayrıca faaliyetlerin belirlenen stratejilere politikalara mevzuata uyumlu olmasının sağlanması talep edilmektedir.

2. Banka içinde yetki ve sorumluluklar açıkça belirlenmeli ve uygulanmalıdır.

2 numaralı ilke yönetim kurulunun, üst yönetimin yetki ve sorumluluklarını belirleme ve yönetim kurulu tarafından belirlenen politikalara uyulup uyulmadığını denetleme fonksiyonunun altını çizmektedir.

İlkeler içinde en somut taleplerden biri de bu ilke ile getirilmektedir. 2. İlke bankaların kurumsal yönetim ilkelerine uyumunu izlemek, bu konuda iyileştirme çalışmalarında bulunmak ve yönetim kuruluna öneriler sunmak üzere bir kurumsal yönetim komitesi oluşturulmasını ve komitenin başını icracı olmayan yönetim kurulu üyeleri arasından seçilmesini şart koşmaktadır.

3. Yönetim kurulu üyeleri, görevlerini etkin bir şekilde yerine getirecek nitelikleri haiz ve kurumsal yönetimde üstlenmiş oldukları rolün bilincinde olmalı ve banka faaliyetleri hakkında bağımsız değerlendirme yapabilmelidir.

3 numaralı ilke yönetim kurulunun görevlerini ne şekilde yürütmesi gerektiğini ayrıntılı bir biçimde saymaktadır.

4. Üst düzey yönetim görevlerini etkin bir şekilde yerine getirecek nitelikleri haiz ve kurumsal yönetimde üstlenmiş oldukları rolün bilincinde olmalıdır.

4 numaralı ilke ise üst yönetimin faaliyetlerini ne şekilde yürütmesi gerektiğine yönelik esasları belirlemektedir. Buradaki sınırları yönetim kurulunun belirlediği politikalar ve mevzuat oluşturmaktadır.

5. Bankanın müfettişleri ile bağımsız denetim elemanlarının çalışmalarından etkin olarak yararlanılmalıdır.

5 numaralı ilkede ise risk yönetimine ve gerek bankanın müfettişlerinin gerekse bağımsız denetim elemanlarının çalışmalarının olası problemlerin tespitine yönelik olarak etkin bir şekilde kullanılması talep edilmektedir.

6. Ücret politikalarının bankanın etik değerleri, stratejik hedefleri ve iç dengeleri ile uyumu sağlanmalıdır.

6 numaralı ilkede banka faaliyetlerinin kapsamı ve yapısı ile stratejileri, uzun vadeli hedefleri ve risk yönetim yapılarına uyumlu, aşırı risk alımını önleyici ve etkin risk yönetimine katkı sağlayacak yazılı bir ücretlendirme politikası belirlenmesi ve ücretlendirme uygulamalarının yönetim kurulu adına izlenmesi ve denetlenmesi amacıyla en az iki kişiden oluşan ücretlendirme komitesi kurulması şart koşulmaktadır.

7. Kurumsal yönetimde şeffaflık sağlanmalıdır.

7 numaralı ilke ile bankalardan kamuyu zamanında, doğru, tam, anlaşılır, tarafsız, kolay erişilebilir ve eşit bir şekilde aydınlatması zorunluluğu getirilmektedir. Tüm konsantrasyonun pay sahiplerinin bilgilendirilmesine odaklanıldığı sermaye piyasalarından bir ölçüde ayrışarak bu ilkede pay sahiplerine ek olarak mudiler, piyasa katılımcıları ve kamuoyunun bilgilendirilmesinin öneminin altı çizilmektedir.

2.4 YENİ TTK'DA KURUMSAL YÖNETİM ALANINDAKİ YENİLİKLER

Yeni Türk Ticaret Kanunu'nda doğrudan kurumsal yönetim konusuna değinilmektedir. Yeni kanunun 1528. Maddesinin E bendi ile halka açık anonim şirketlerde kurumsal yönetim ilkeleri ile yönetim kurulunun buna ilişkin açıklamasının esasları ve şirketlerin bu yönden derecelendirme kural ve sonuçları konusunda düzenleme yapma yetkisi Sermaye Piyasası Kurulu'na verilmiştir.

Ayrıca SPK'dan uygun görüş alınarak diğer kamu kurum ve kuruluşları, sadece kendi alanları için geçerli olabilecek kurumsal yönetim ilkeleriyle ilgili, ayrıntıya ilişkin sınırlı düzenlemeler yapabilme imkanına kavuşmaktadırlar.

Yeni Türk Ticaret Kanunu şirketlere yönelik olarak büyük değişiklikler getirmektedir:

- Yeni Türk Ticaret Kanunu'nun 1529. Maddesi halka açık şirketlere yönelik kurumsal yönetim ve bunların şirket tarafından nasıl açıklanacağına yönelik ilkeleri belirleme görevini Sermaye Piyasası Kurulu'na vermektedir.
- Halka açık şirketlerin yönetim kuruluna kurumsal yönetim ilkeleri çerçevesinde açıklama yapma zorunluluğu getirilmiştir.
- Azlık hakları güçlendirilmiştir.
- İmtiyazlı paylar kaldırılmamakla birlikte sınırlandırılmıştır.
- Sermaye şirketlerine internet sitesi kurma zorunluluğu getirilmiştir. Şirketle ilgili, pay sahibini, küçük yatırımcıyı, alacaklıyı ve şirkette menfaati olan kişileri ilgilendiren bilgiler konması ve internet sitesinin içeriğinin sürekli olarak güncellenmesi şartı getirilmiştir.
- Şirketlere finansal tablolarını Türk Muhasebe Standartlarına göre hazırlama zorunluluğu getirilmiştir.
- Tüm şirketlere bağımsız denetim yükümlülüğü getirilmiştir.
- Yönetim kurulu üyelerinin profesyonel olmasının sağlanması amacıyla üyelerin pay sahibi olma zorunluluğu kaldırılmıştır.
- Yönetim kurulunda azlığın temsili mümkün kılınmıştır.
- Bağımsız yönetim kurulu üyeliği kavramı getirilmiştir.

- En az bir üyenin yerleşme yerinin Türkiye’de bulunması ve Türk vatandaşı olması zorunludur.
- Yönetim kurulu üyelerinin en az dörtte birinin yüksek öğrenim görmüş olması zorunludur.
- Esas sözleşmede yönetim kurulu üyelerinin, belirli bir grup oluşturan pay sahipleri, belirli pay grupları ve azlık arasından seçilebileceğine yönelik veya yönetim kurulu üyeliği için aday önerme hakkı da tanındığına yönelik madde koyulabilir.
- Yönetim kurulu üyelerinin pay sahibi olması gerekmemektedir.
- Yönetim kurulu üyelerinin görevlerini yaparken kusurlarıyla şirkete verebilecekleri zararlar sigortalanabilir.
- Yönetim kurulu şirket yönetimi ile ilgili konuları, muhasebe, finans, risk yönetimi ve denetimine ilişkin görevleri devredemez.
- Pay senetleri borsada işlem gören şirketlerde, 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. Diğer şirketlerde bu komite denetçinin gerekli görüp bunu yönetim kuruluna yazılı olarak bildirmesi hâlinde derhâl kurulur.
- Yönetim kurulu, işlerin gidişini izlemek, kendisine sunulacak konularda rapor hazırlamak, kararlarını uygulamak veya iç denetim amacıyla içlerinde yönetim kurulu üyelerinin de bulunabileceği komiteler ve komisyonlar kurabilir.

2.5 TÜRKİYE’DE KURUMSAL YÖNETİM ÜZERİNE YAPILMIŞ ÇALIŞMALAR

2.5.1 Uluslararası Kurum ve Kuruluşların Raporları

Türkiye’deki kurumsal yönetim uygulamalarına yönelik olarak geçmişte çeşitli uluslararası kurum ve şirketlerin raporları bulunmaktadır. OECD tarafından 2006 yılında Türkiye’deki kurumsal yönetimin durumunu ortaya koyan bir çalışma yapılmıştır. Dünya Bankası ve IMF 2007 yılında Türkiye’deki muhasebe ve bağımsız denetim alanına yönelik bir ROSC raporu yayınlamıştır. Bu raporda kurumsal yönetim uygulamalarına da değinilmiştir. Ayrıca IMF ve Dünya Bankası 2007 yılında Türkiye’ye yönelik olarak gerçekleştirilen Finansal İstikrar Raporu’nda (FSAP) Türkiye’deki kurumsal yönetime ilişkin de saptamalarda bulunmuşlardır.

Öte yandan özel sektör kuruluşları da Türkiye’deki kurumsal yönetim ile ilgili bazı raporlar hazırlamışlardır. Derecelendirme kuruluşu, Standart and Poor’s, 2007 yılında üçüncüsü yapılan S&P şeffaflık ve kamuyu aydınlatma çalışmasında 52 Türk şirketinin kamuyu aydınlatma uygulamalarını incelemiştir. Diğer bir derecelendirme kuruluşu olan Fitch 2007 yılında Türkiye’deki kurumsal yönetim uygulamalarına yönelik bir rapor hazırlamıştır. TKYD 2005 yılında The Boston Consulting Group ile ortak olarak Türkiye’deki en büyük 1000 şirket ile yapılan çalışmaya dayalı “Türkiye Kurumsal Yönetim Haritası” adlı raporu yayınlamıştır. Dünya çapında finans kurumlarını temsil eden International Institute of Finance yatırımcı perspektifi açısından Türkiye’deki kurumsal yönetim uygulamalarını değerlendirmiştir.

Söz konusu raporlarda Türkiye’de ailelerin şirketlerdeki egemenliğine dikkat çekilmektedir. Özellikle IIF (2005), Türk şirketlerindeki aile egemenliğine dikkat çekerek, piramit yapılar, birden fazla oy hakkı veren imtiyazlı paylar ve yüksek ortaklık yapıları sayesinde, ailelerin şirketlerin yönetim kurullarını ve yöneticilik pozisyonlarını belirleyerek, gerek şirket varlıklarını kullandıkları, gerekse karşılıklı kar transferi gerçekleştirdikleri yönünde bir eleştiri getirmiştir. Aynı çalışmada

birçok şirkette yönetim kurullarının büyük ortağın kararlarını onaylayan bir mekanizma haline geldiği ve ailelerin yüksek oy hakları nedeniyle bazı kararların genel kurulda alınmasına yönelik önlemlerin de önemini yitirdiğine dikkat çekilmektedir. Worldbank (2006) benzer bir şekilde Türkiye'deki aile şirket kültürüne dikkat çekerek, şirketlerin sermaye piyasalarından fon sağlamak yerine özel kanallardan finansman sağlamayı tercih ettiğini belirtmiştir.

IMF (2007) büyük ortaklara yönelik çeşitli imtiyazların devam ettiğine dikkat çekerek, SPK'nın şeffaflığı yükseltmeye yönelik çabalarına rağmen şirketlerdeki ortaklık yapısına ve karar vermeye yönelik mekanizmaları belirlemenin güç olduğunu ifade etmiştir.

TKYD (2005) SPK Kurumsal Yönetim İlkelerinin piyasaların gelişmesi açısından önemli olduğunu belirtmekle birlikte, Türkiye'de piyasa yapısından kaynaklanan problemler olduğuna işaret etmiştir. IIF (2005) ise Türkiye'de kurumsal yönetim uygulamalarının çok gelişmemiş olmasının nedenlerinden biri olarak da kurumsal yatırımcı sayısının azlığını göstermiştir.

Öte yandan uluslararası kurum ve kuruluşlar Sermaye Piyasası Kurulu'nun açıkladığı Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne yönelik olarak da bazı eleştiriler getirmiştir. IIF (2005), SPK'nın zorunlu tuttuğu kuralların bile, zayıf kurumsal yönetim kültürü, adalet sisteminin ve iş basınının yetersizliği nedeniyle uygulanamadığına dikkat çekerken, OECD (2006), SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'nin dünya çapındaki kurumsal yönetime yönelik prensiplerin gerekli olanların tümünü içermediği ve yeterince kapsamlı olmadığı ve bu ilkelerin nasıl uygulanacağına yönelik kapsamlı açıklamalar bulunmadığı eleştirisini getirmektedir. OECD'ye (2006) göre şirketlerin kurallara uymamasının cezası düşüktür.

Pay sahiplerinin haklarına yönelik olarak IIF (2005), önemli varlık satışları için pay sahiplerinin onayının gerekmediğine ve birikimli oy hakkının çok az sayıda şirket

tarafından benimsendiğine, OECD (2006), pay sahiplerinin mahkemeye giderek haklarını aramaları sürecinin zorluğuna, IMF (2007) ve TKYD (2005) azınlık pay sahiplerinin büyük ortaklara karşı iyi korunmadığına dikkat çekmişlerdir.

Uluslararası kurum ve kuruluşlar Türk şirketlerinin kamuyu aydınlatma konusundaki bazı yetersizliklerine dikkat çekmişlerdir. IIF (2005) şirketlerin yöneticilerin ücretlerine yönelik açıklama yapmadıkları, Worldbank (2006) halka açık şirketlere ve bankalara yönelik uluslararası muhasebe standartları uygulanmakla birlikte, uygulamada standartlara tam olarak uyulmadığı ve mali tabloların güvenilirliğinin sorgulandığı eleştirisini getirmiştir. OECD (2006) halka açık şirketlerin belirli kişi ve gruplara sınırlı bilgi verdiği ve kamuyu aydınlatma konusunda ilerleme sağlanmakla birlikte şirketlerin kamuyu aydınlatmaya yönelik uygulamaları arasında büyük farklılıklar bulunduğu, IMF (2007) karşılıklı ortaklıklar ve büyük ortakların, yönetim kurulu üyelerinin önemli olayları açıklama konusundaki kamuyu aydınlatma yetersizliklerine dikkat çekmiştir.

Uluslararası kurum ve kuruluşların yönetim kurulu alanında getirdikleri eleştiriler de yine ailelerin şirket üzerinde hakimiyetini sağlayan yapıya yöneliktir. Fitch (2007) yönetim kurulunun kalitesi ve aile şirketlerinin yoğunluğu ile karmaşık ortaklık yapıları nedeniyle ilişkili taraflara işlemlerin açık olmamasına, IIF (2005), azınlık hissedarlarının yönetim kuruluna aday gösterememelerine, yönetim kuruluna aday göstermeye imkan tanıyan imtiyazlara, TKYD (2005) yönetim kurullarının icra ile iç içe geçmiş olması, üye seçimi ve üye kriterlerinin açık olmaması konularına dikkat çekmişlerdir.

Uluslararası kurum ve şirketler hazırladıkları raporlarda Türkiye'deki kurumsal yönetimle ilgili olumlu gelişmelere de dikkat çekmiştir. Fitch (2007), 2001 yılındaki finansal krizden sonra yaşanan makroekonomik yeniden yapılanma ve özelleştirme çalışmaları sonucunda ve uluslar arası sermaye piyasaları ile daha entegre hale gelmelerinin de katkısıyla Türk şirketlerinin kurumsal yönetim uygulamalarının

kayda değer ölçüde iyileştiğini, özellikle finansal raporlama ve ortaklık yapısı alanlarında olmak üzere şeffaflık konusunda fark edilir bir iyileşme yaşandığını belirtmiştir.

Standard and Poor's (2008), belli başlı Türk şirketlerine yönelik olarak kamuyu aydınlatmaya yönelik olarak oluşturduğu, şeffaflık ve kamuyu aydınlatma notları çerçevesinde şirketlerin 2003 sonrasında kamuyu aydınlatma alanında yaşanan iyileşmenin bir miktar hız kaybettiği, ancak uluslararası finansal raporlama standartlarının benimsenmesinin Türkiye'de finansal raporlama alanında kalitenin sınıf atlamasına yol açtığı belirtilmiştir. Standard and Poor's (2008), ayrıca Sermaye Piyasası Kurulu'nun 2004 yılında Kurumsal Yönetim İlkeleri Uyum Raporu yayınlama zorunluluğunun getirmesinin kurumsal yönetim uygulamalarına yönelik şeffaflığı yükselttiği ve iyi kurumsal yönetime ilişkin faktörlere yönelik farkındalığı yükselttiğine dikkat çekmiştir. IIF (2005), ise bankacılık mevzuatında yapılan değişiklikle grup içi borçlanmanın önemli ölçüde düşürülmesinin sağlanmasının olumlu etkisinin altını çizmiştir.

Uluslararası kurum ve şirketlerin hazırladıkları raporlarda Türkiye'deki kurumsal yönetimle ilgili bazı önerilerde de bulunmuşlardır. IIF (2005) birden fazla oy hakkı ve yönetim kurulu üyesi seçmeye yönelik imtiyazların kaldırılması, SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'nin hukuki açıdan bağlayıcı düzenleme haline getirilmesi, bağımsız yönetim kurulu başkanlığında kurumsal yönetim komiteleri kurulması, pay sahipleri arasındaki anlaşmazlıklara yönelik zorunlu uzlaştırma süreci oluşturulması ve bağımsız yönetim kurulu üyelerine ve yargıçlara yönelik eğitimler verilmesi gibi önerilerde bulunmuştur.

Worldbank (2006), kurumsal yönetim çerçevesinde değişikliğe gidilerek yönetim kurulu üyelerinin mali tablolara yönelik hukuki sorumluluğunun uygulamaya da geçirilmesi, denetim sektörünün geliştirilmesi, mali tablolardaki bulunan muhasebe standartlarına olan uyumsuzlukların giderilmesine yönelik olarak düzenleyici

kuruluşların daha aktif olmasını, muhasebe ve denetim endüstrisinde çalışanların teknik yeterliliğinin artırılması ve dolayısıyla bağımsız denetimden geçmiş mali tablolara olan güvenin yükselebilmesi için eğitimin güçlendirilmesini tavsiye etmiştir.

IMF (2007) ise azınlık pay sahiplerini koruyucu önlemler güçlendirilmesini, yönetim kurulu üyelerinin yeterliliğine yönelik olarak eğitim dışında kriterler getirilmesi ve hesap verilebilirliklerini yükseltilmesi gibi önerilerde bulunmuştur.

2.5.2 Akademik Çalışmalar

Ararat (2010) Türkiye’de 2000’li yıllarda gerçekleştirilen önemli reformların sermaye piyasalarının büyümesine ve daha derin hale gelmesine yol açmadığına dikkat çekmektedir. Ararat (2010) ayrıca uluslararası standartların gelişmekte olan ülkelerin koşulları fazla gözetilmeden adapte edilmesinin yetersizliğine işaret ederek, Türkiye’deki kurumsal yönetim ilkelerinin Türkiye’deki şirketlerdeki aile kontrolünden kaynaklanan sorunları çözmediğinin altını çizmektedir. Ararat (2010), şirketlerin holding çatısı altında ailelerin kontrolünde olması, şirketlerde her oyun bir oy hakkı bile olsa yönetim kuruluna aday gösterme ve seçme imtiyazları olması çerçevesinde fiilen yönetim kurulu üyelerinin hakim aileler tarafından seçilmesi, yönetici olmayan ve dışarıdan atanan yönetim kurulu üyelerinin genellikle yaşlı ve iş hayatı ile alakası olmayan kişiler olması ve şirket yönetimine müdahale edememesi gibi eleştiriler getirmiştir.

Aksu, Köseadağ (2006), Standard & Poors’un İMKB’deki en likit 52 şirkete yönelik olarak oluşturduğu kurumsal yatırım uygulamaları veritabanına dayanarak ve Türkiye’ye yönelik başka kriterler ekleyerek, kurumsal yönetim uygulamalarını değerlendirmiştir. Sonuçta toplam kurumsal yönetim puanı bakımından ve özellikle genel kurul ve yönetim bilgilendirmesi kategorisinde en yüksek puanları elde eden şirketlerin getiri ve muhasebe karlılığı değerlerinin daha yüksek olduğu bulunmuştur.

Ararat, Orbay, Yurtoğlu (2010) yönetim kurulunda Türkiye’de bağımsız üye bulunduran şirketlerin durumunu inceledikleri makalelerinde yönetim kurullarında bağımsız üye bulunan şirketlerin piyasa değeri (Tobin’s Q) ve karlılık oranları (Aktif karlılığı) arasında negatif korelasyon bulmuşlardır. Aynı çalışmada yönetim kurulunda bağımsız üye bulundurmanın şirketin daha fazla sermaye finansmanı kullanmasına yol açmadığı ve bağımsız yönetim kurulu üyelerinin grup içi şirket işlemlerini engelleyemediği ortaya çıkmıştır. Öte yandan aynı çalışma yönetim kurulunda genel müdürün (CEO) olduğu şirketlerin büyüme ile korelasyonunu pozitif bulmuştur.

Ararat (2010), şirketlerdeki denetim komitelerinin yetersizliğine dikkat çekerek, şirketlerin çoğunun denetim kurullarında kimlerin olduğu konusunda bilgi vermediğine işaret etmekte ve bunun da denetim komitelerinin çalışmadığı şeklinde yorumlamaktadır. Öte yandan Ararat ve Yurtoğlu (2010) ailelerin şirket yönetimini profesyonellere devrettikleri durumda denetim komitelerinin çalıştığını ve bunun da profesyonelleri kontrol etmek amacıyla kaynaklandığını belirtmektedirler.

Ararat (2010), bağımsız yönetim kurulu üyesi atanması, yönetim kurulu aday önerme komitesi bulunması, yönetim kurulu başkanı ve genel müdürün farklı kişiler olması gibi faktörlerin kurumsal derecelendirme kuruluşları tarafından not hesaplanırken artı gibi algılanmasına rağmen, uygulamada bunların göstermelik kalmaları nedeniyle kurumsal yönetim kalitesini göstermediğine değinmektedir.

Ararat, Aksu ve Çetin, (2010) bağımsız yönetim kurulu üyeleri ile şirket performansı arasında negatif ilişki bulmuşlardır. Aynı çalışmada yönetim kurullarının yaş, eğitim, uyruk, cinsiyet gibi farklı kişilerden oluşması ile yönetim kurullarının gözetim fonksiyonu ve şirket performansı arasında olumlu ilişki bulmuşlardır.

Küçükçolak, Özer (2007), hisse senetleri İMKB’de işlem gören şirketlere ve aracı kurumlara yönelik yaptıkları araştırmada, bağımsız yönetim kurulu üyeleri ile performans arasında güçlü bir ilişki bulamamışlardır.

Topak (2011) özkaynak karlılığı, aktif karlılığı ve Tobin’s Q gibi faktörlerle yönetim kurulu büyüklüğü arasında anlamlı bir ilişki bulamamıştır.

Ararat, Yurtoğlu (2012 a), yabancı yatırımcıların MSCI endeksinde yer alan büyük şirketleri, halka açıklık oranları yüksek olan ve hisse senetleri yabancı bir borsada işlem gören Türk şirketlerini tercih ettiklerini ortaya koymuş ve İMKB şirketlerinin yabancı kurumsal yatırımcıların şirketin davranışlarını etkileyecek bir davranış içine girmesine yönelik olarak açık olmadıkları sonucuna varmaktadır.

Orbay Yurtoğlu (2006), imtiyazlı paylar, piramit yapısı gibi yapıları kullanmayan ve her paya bir oy hakkı tanıyan şirketlerin yatırım performansının daha yüksek olduğunu bulmuştur.

2.6 İMKB KURUMSAL YÖNETİM ENDEKSİ

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası 31 Ağustos 2007 tarihinden itibaren kurumsal yönetim endeksi hesaplamaya başlamıştır. Halihazırda endeks kapsamında 36 şirket bulunmaktadır¹⁰. Bunlardan 25’i İMKB 100 şirkettir. Bu 25 şirketten 15’i aynı zamanda İMKB 50, 11’i ise İMKB 30 şirkettir.

Kurumsal yönetim endeksine dahil olabilmesi için şirketin aşağıdaki şartları yerine getirmesi gerekmektedir İMKB (2007):

¹⁰ Albaraka Türk, Anadolu Efes, Arçelik, Asya Katılım Bankası, Aygaz, Coca Cola İçecek, Dentaş Ambalaj, Doğan Holding, Doğan Yayın Holding, Doğuş Otomotiv, Global Yatırım Holding, Hürriyet Gazetçilik, İhlas Ev Aletleri, İhlas Holding, İş Finansal Kiralama, İş Yatırım Menkul Değerler, Logo Yazılım, Otokar, Park Elektrik Madencilik, Petkim, Pınar Süt, Şekerbank, Halk Bankası, T.S.K.B., Tav Havalimanları, Tofaş Oto, Turcas Petrol, Tüpraş, Türk Prysmian Kablo, Türk Telekom, Türk Traktör, Vestel, Yapı ve Kredi Bankası, Yazıcılar Holding, Vakıf B Tipi Yatırım Ortaklığı, Yeşil GMYO.

- Kurumsal yönetim endeksine Gözaltı Pazarı hariç İMKB pazarlarında işlem gören şirketler dahil edilebilmektedir,
- Endekse girebilmek için şirketlerin SPK'nın Seri VIII, No: sayılı "Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği" çerçevesinde bir derecelendirme şirketi tarafından kurumsal yönetim derecelendirme notuna sahip olması gerekmektedir,
- Derecelendirme notunun yıllık olarak yenilenmesi ve teyit edilmesi şarttır.
- Kurumsal yönetim derecelendirme notunun en az 6 olması gerekmektedir¹¹,

Aşağıdaki şartların oluşması durumunda ise Kurumsal Yönetim Endeksi'nde bulunan bir şirket endeks kapsamından çıkarılır İMKB (2007):

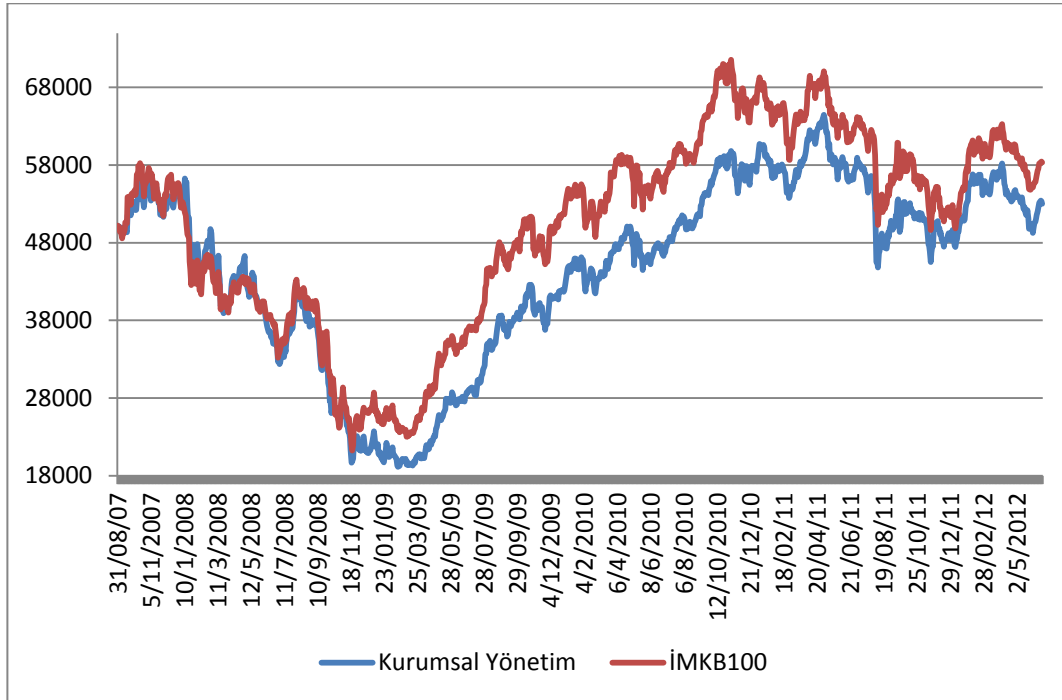
- Hisse senetlerinin Gözaltı Pazar'ına alınması durumunda,
- Hisse senetlerinin işlem gördüğü pazardan sürekli çıkarılması durumunda,
- Hisse senetlerinin işlem sırasının kesintisiz 5 iş gününden fazla süre ile kapalı kalması,
- Kurumsal yönetim notunun 6'nın altına düşmesi,
- Kurumsal yönetim notunun 1 yıl içinde yenilenmemesi veya teyit edilmemesi,
- Derecelendirme notunun sona ermesi,
- Derecelendirme kuruluşunun SPK'nın "Derecelendirme Kuruluşları Listesi"nden çıkarılması,

¹¹ Birden fazla derecelendirme kuruluşundan not alınmış olması durumunda, derecelendirme notlarından en son bildirileni esas alınır. Ancak bu derecelendirme kuruluşlarından biri SPK "Derecelendirme Kuruluşları Listesi"nden çıkarılması durumunda diğer kurumdan alınan not kullanılır.

- Derecelendirme kuruluşunun bağımsızlığının ortadan kalkması.

31 Ağustos 2007 tarihinden başlayarak 18 Haziran 2012 tarihine kadar İMKB-100 endeksinin performansı yüzde 16,2 olmasına rağmen, Kurumsal Yönetim Endeksinin Performansı yüzde 6,3'te kalmıştır.

Grafik 2.1: İMKB 100 ve Kurumsal Yönetim Endekslerinin Seyri



2.7 KURUMSAL YÖNETİM DERECELENDİRMESİ

SPK'nın Seri VIII No:51 sayılı "Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği"nde kurumsal yönetim derecelendirmesi, derecelendirme kuruluşları tarafından Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yayımlanan Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne uyumunun derecelendirme şirketleri tarafından değerlendirilmesi ve sınıflandırılması faaliyeti olarak tanımlanmaktadır.

Türkiye’de derecelendirme faaliyeti kredi derecelendirmesi ve kurumsal yönetim ilkelerine uyum faaliyeti olarak ikiye ayrılmaktadır. Öte yandan Türkiye’de derecelendirme faaliyetinde bulunabilecek kuruluşlar ise derecelendirme faaliyetinde bulunmak üzere kurulan ve SPK tarafından yetkilendirilen şirketler ile Türkiye’de faaliyette bulunması kabul edilen uluslararası kuruluşlar olmak üzere ikiye ayrılmaktadır.

Türkiye’de kurumsal yönetim derecelendirmesi yapacak şirketlerin münhasıran derecelendirme faaliyeti yapmak üzere anonim şirket şeklinde kurulmaları, asgari ödenmiş sermayelerinin en az 200.000 TL olması gibi kriterleri ve faaliyete yönelik çeşitli yeterlilik koşullarını sağlayarak SPK’ya başvurusu gerekmektedir. Öte yandan derecelendirme şirketlerini kuracak olan ortakların belirli güvenilirlikte olmasını sağlamaya yönelik bazı koşulları sağlaması aranırken, çalışacak uzmanların mesleki yeterliliklerini sağlamak için ise 4 yıllık lisans eğitimi, SPK kurumsal yönetim derecelendirmesi lisansı almış olması ve 3 yıllık tecrübe şartı aranmaktadır. Türkiye’de derecelendirme faaliyetinde bulunacak olan şirketlerin kredi derecelendirme ve kurumsal yönetim ilkeleri uyum derecelendirmesi faaliyetleri için SPK’dan yetki almaları şarttır.

Bunun dışında uluslararası derecelendirme kuruluşlarının Türkiye’de faaliyet göstermesi için de SPK’ya başvuruları zorunludur. Ancak SPK burada sadece faaliyetlerinin kapsamı ve süresi, müşterileri, faaliyet gösterdikleri ülkeler ile bu ülkelerin yetkili otoriteleri tarafından kabul görüp görmedikleri ve kredibiliteleri gibi kriterler açısından bir değerlendirmeye tabi tutmaktadır. Buradaki amaç dünya çapında kabul görmüş kurumların Türkiye’de faaliyet göstermelerine izin vermektir.

Kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesinde her biri 1-10 arasında olmak üzere tüm ilkelere uyumu gösteren genel bir kurumsal yönetim notu ile pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri ve yönetim kurulu alt bölümleri için ayrı birer not verilmektedir. Bu değerler arasında kalan (iki haneye

BÖLÜM III KURUMSAL YÖNETİM ENDEKSİ

3.1 KURUMSAL YÖNETİM ENDEKSİ'Nİ OLUŞTURAN KRİTERLER

Bir bütün olarak kurumsal yönetim endeksleri ile şirket değeri arasındaki ilişkiyi inceleyen literatürde yapılan çalışmalara bakıldığında, araştırmacıların kurumsal yönetim endeksini elde etmede değişik yöntemler seçtikleri görülmektedir.

Bazı araştırmacılar kurumsal yönetim derecelendirmesi yapan kurumlarca şirketlere verilen kurumsal yönetim notlarını kullanmışlardır. Diğer bir kısım araştırmacı¹² ise kurumsal yönetim derecelendirme şirketleri dışında kalan yatırım bankaları gibi kuruluşların, şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarına yönelik tuttıkları detaylı veritabanlarını kullanmışlardır. Kanada'ya ilişkin çalışmada¹³ bir gazetenin periyodik olarak şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarına yönelik hazırladığı halka açık bir çalışma kullanılmıştır. Bazı araştırmacılar Standard & Poor's'un bu konuda uluslararası bir standart haline gelmiş olan ve değişik ülkelerdeki şirketlere yönelik olarak periyodik olarak gerçekleştirdiği şeffaflık ve kamuyu aydınlatma (transparency and disclosure, T&D) çalışmasını kullanmışlardır.

Kurumsal yönetim derecelendirmesi yapan şirketler not verecekleri şirketlerin, hem verileri üzerinde, hem de şirketlerle direkt temasa geçerek ve görüşmeler yaparak ayrıntılı bir çalışmanın sonucunda kurumsal yönetim notu vermektedirler. Bu açıdan şirketlerin verdikleri notların, şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarını hassas bir şekilde yansıttığı savunulabilir. Ayrıca bu verinin avantajı toplanmasının kolay olmasıdır. Derecelendirme şirketlerinin verdikleri notların kullanılmasının mahzurlarından biri, her şirketin değişik metodolojilerinin bulunmasıdır. Örneğin Standart & Poors's şeffaflık ve kamuyu aydınlatma endeksi, kurumsal yönetimin kamuyu aydınlatma yönü üzerinde yoğunlaşırken, diğer alanlara eğilmemektedir.

¹² Black, Love, Rachinsky (2006), Patel, ve Dallas, (2002), Brown, Caylor (2006).

¹³ Gupta Parveen, Duane B. Kennedy, Samuel W. Weaver,(2005).

Derecelendirme şirketlerinin verdikleri kurumsal yönetim notlarını kullanmanın avantajları daha yüksek gözükmetedir. Ancak ülkemize bakıldığında şu ana kadar az sayıda şirketin kurumsal yönetim notu olduğu görülmektedir. Genelde büyük ve kurumsal yönetim uygulamaları nispi olarak daha yüksek olan şirketler kurumsal yönetim derecelendirmesi talep ettiği için örneklemin de yanlı olduğu savunulabilir. Bu çerçevede bu yöntem sağlıklı sonuçlar vermeyebilir.

Literatürdeki araştırmalarda¹⁴ kullanılan ikinci bir yol ise, araştırma kapsamındaki şirketlere kurumsal yönetim uygulamalarına yönelik olarak bir anket yollanması ve bu ankete verilen cevaplara dayanarak, şirketlere yönelik kurumsal yönetim endeksleri oluşturulmasıdır. Ancak bu yöntemin en önemli sakıncası anket gönderilen çoğu şirketin ankete cevap vermemesi (Örneğin Lefort, Walker (2005) çalışmasında geri dönüş oranı % 30'dur) ve ankete cevap veren şirketlerin de genelde en büyük ve en kurumsallaşmış, bu çerçevede de büyük ihtimalle kurumsal yönetime en çok önem veren şirketler olması nedeniyle örneklem yanlılığı oluşmasıdır. Öte yandan şirketlerin bazı sorulara verdikleri yanıtların ne kadar objektif olacağı da anket yöntemi açısından sıkıntı oluşturulabilir¹⁵.

Ancak derecelendirme şirketleri tarafından şirketlere yönelik kurumsal yönetim derecelendirmesi çerçevesinde not verilmediyse veya yeterli veri yoksa ve anket yöntemi tercih edilmiyorsa, diğer yöntem ise kamuya açık kaynakların kullanılarak bir kurumsal yönetim endeksinin oluşturulmasıdır.

¹⁴ Lefort, Walker (2005)., Black, Khanna (2010)

¹⁵ Bu çalışma sırasında veri toplanırken şirketlerin kendi beyanları olan Kurumsal Yönetim İlkeleri Uyum Raporu'ndaki bilgilerle, esas sözleşme, internet sitesi gibi kaynaklardaki bilgilerin zaman zaman tam uyuşmadığı gözlenmiştir. Ayrıca SPK (2004) anket çalışmasında şirketlerin yüzde 26'sı bağımsız yönetim kurulu üyesinin bulunduğunu açıklamıştır, SPK da raporunda bu orana şüpheyile yaklaşmıştır.

Bu çerçevede literatürde kullanılan son bir yöntem ise şirketlere yönelik kurumsal yönetim derecelendirme notlarının araştırmacıların¹⁶ kendileri tarafından oluşturulmasıdır.

Burada yöntem tüm şirketlere yönelik olarak mevcut açık kaynaklar kullanılarak bulunabilen kurumsal yönetim kriterlerine dayalı olarak kurumsal yönetim endeksi oluşturulmasıdır. Bu yöntem objektif bir yöntem olmasına rağmen özellikle şirket sayısı yükseldikçe veri toplamanın çok güç ve zaman alıcı olması ve bazen her veriye ulaşılamaması gibi sorunları bulunmaktadır. Veri bulunamadığı durumda araştırmacıların varsayımlarda bulunması gerekmektedir.

Black ve diğerleri (2011), veri setini oluştururken Kore Borsası'nın şirketlere yönelik gerçekleştirdiği anketleri kullanmışlar ve bu anketlerdeki sorular değiştiği için veri olmayan yıllara yönelik varsayımlarda bulunmak zorunda kalmışlardır.

Sermaye Piyasası Kurulu, İMKB şirketlerine 2004 yılına ilişkin faaliyet raporlarından başlayarak Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne Uyum Raporları'na yer verme zorunluluğu getirmiştir. SPK ayrıca bu raporda açıklanması gereken asgari bilgilere yönelik olarak da bir rapor formatı açıklamıştır.

Bu nedenle çalışmaya başlarken her yıl tüm borsa şirketleri tarafından açıklandığı için düzenli bir bilgi kaynağı olması açısından, Kurumsal Yönetim İlkeleri Uyum Raporları'nda açıklanan hususlara dayanarak şirketler bazında ve yıllar itibariyle gelişimi gösterecek şekilde bir kurumsal yönetim endeksi oluşturulmasının mümkün olduğu düşünülmüştür. Çünkü İMKB şirketlerine yönelik olarak periyodik açıklanan ve aynı kriterlere yönelik yapılan açıklamalara dayanarak yıllar içindeki değişimi kaydetmek mümkün hale gelmiştir.

¹⁶ Gompers, Ishii, Metrick (2003), Drobetz, Schillhofer, Zimmerman (2003), Nandelstadth, Rosenberg (2003), Lei Song (2004), Bai, Liu, Song, Zhang (2004), Black, Jang, Kim (2006) Attiya, Iqbal (2007), Garay, Gonzales (2008), Black, Kim, Jang, Park (2011).

Ancak kurumsal yönetimde tarihi gelişimi ortaya koyabilmek için Kurumsal Yönetim İlkeleri uyum raporlarında bulunan ve SPK tarafından belirlenen formatta mevcut olan kurumsal yönetim kriterlerine bağlı kalınmak zorunda kalınmıştır.

Kurumsal Yönetim İlkeleri Uyum Raporlarında, Pay Sahipleri, Kamuyu Aydınlatma, Menfaat Sahipleri ve Yönetim Kurulu olmak üzere dört bölüm bulunmaktadır. Uyum raporunda Menfaat Sahipleri adı altında ayrı bir başlık bulunmakla birlikte, şirketlerin menfaat sahiplerine yönelik yaklaşımlarının, doğrudan hisse senedi yatırımcısının kararlarını etkilemediği düşünüldüğünden, bu bölümde yer alan kriterler kurumsal yönetim endeksine dahil edilmemiştir.

Bu çerçevede Pay Sahipleri, Kamuyu Aydınlatma ve Yönetim Kurulu Olmak üzere 3 alt bölümden oluşan bir kurumsal yönetim endeksi oluşturulmuştur.

Literatüre bakıldığında Black, Jang, Kim (2006a), pay sahipleri, yönetim kurulu yapısı, yönetim kurulu prosedürleri, kamuyu aydınlatma ve ortaklık yapısı, Balasubramanian, Black, Khanna (2010), yönetim kurulu bağımsızlığı, yönetim kurulu komiteleri, kamuyu aydınlatma, denetçi bağımsızlığı, ilişkili taraf, ilişkili taraf işlemi onayı, pay sahipleri hakları, yönetim kurulu prosedürleri ve denetim komitesi prosedürleri, Black, De Carvalho, Gorga (2012) yönetim kurulu yapısı, ortaklık yapısı, yönetim kurulu prosedürleri, kamuyu aydınlatma, ilişkili taraf işlemleri ve azınlık pay hakları gibi alt endeksler kullanmışlardır.

Bu çalışmada yönetim kurulu alt endeksinde kullanılan kriterler literatürde yer alan hem yönetim kurulu yapısı hem de yönetim kurulu prosedürlerinde bulunan kriterleri karşılamaktadır. Öte yandan literatürde, ilişkili taraf işlemleri, denetim kurulu gibi bulunan alt endeksler bu çalışmada bulunmamaktadır. Bunda da panel verisi oluşturulması sırasında Kurumsal Yönetim İlkeleri Uyum raporlarında bulunan hususların bilgi açısında kısıt yaratması etkili olmuştur.

Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum raporları kullanılarak 58 kurumsal yönetim kriteri belirlenmiş olup, bu kriterlerin 20'si pay sahipleri, 12'si kamuyu aydınlatma,

26'si ise yönetim kurulu bölümünde bulunmaktadır. Her bölümdeki kriterlere yönelik bilgi aşağıda verilmiştir.

Pay sahipleri hakları

Pay sahipleri hakları başlığı altında toplam 20 kriter bulunmaktadır. Bu başlık altında bulunan kriterlerden önemli bir kısmı genel kurula yöneliktir. Bu çerçevede genel kurul çağrılarına ve pay sahiplerinin genel kurul toplantılarından önce özellikle elektronik ortam kullanılarak bilgilendirilmelerine ve genel kurulda da oylarını kolay bir şekilde verebilmelerine yönelik düzenlemelerin şirket tarafından yapılıp yapılmadığı araştırılmaktadır.

Pay sahipleri alt bölümünde araştırılan diğer bir unsur, pay sahiplerinin şirketten kolaylıkla bilgi alıp alamadığı şirketin buna yönelik kurumsal altyapıyı oluşturup oluşturmadığına yöneliktir.

Bir diğer grup ise şirkette azınlığın haklarına yöneliktir: özel denetçi atanması birikimli oy kullanılması, azınlık paylarının yönetimde temsil edilmesi gibi düzenlemelerin şirket tarafından yerine getirilip getirilmediği incelenmektedir.

Bir diğer alan ise pay sahiplerinin en önemli haklarından olan kar payı hakkına yönelik politika belirlenip belirlenmediği, pay hakkında imtiyaz olup olmadığı, kar payı avansı verilip verilmediği gibi hususlardır.

Tablo3.1: Pay Sahipleri Alt Endeksinin Bileşenleri

1 PAY SAHIPLERİ
1.1 Pay sahipleri ile ilişkiler birimi kurulmuş mudur? 1.2 Pay sahiplerinin şirket ile ilgili yazılı bilgi talepleri yanıtlanmakta mıdır? 1.3 Ana sözleşmede özel denetçi atanması talebi bireysel bir hak olarak düzenlenmiş midir? 1.4 Genel kurul toplantı ilanı asgari 3 hafta önceden gerçekleştirilmekte midir? 1.5 Yıllık faaliyet raporu dahil mali tablo ve raporlar kar dağıtım önerisi, genel kurul gündem maddeleri ve diğer bilgiler şirket merkezinde ve elektronik ortamda tutulmakta mıdır? 1.6 Genel kurul toplantıları söz hakkı olmaksızın menfaat sahiplerine ve medyaya açık mı? 1.7 Bölünme önemli tutarda malvarlığı satımı, alımı kiralınması gibi konulara ilişkin kararların Genel Kurul'da alınmasına ilişkin esas sözleşmede hüküm var mıdır? 1.8 Genel kurul toplantısından önce genel kurul elektronik ortamda ilan edilip pay sahiplerinin bilgisine sunulmakta mıdır? 1.9 Pay sahipleri genel kurulu toplantılarında soru sorma hakları var mı bu sorulara cevap verildi mi 1.10 Genel kurul gündeminde her teklif ayrı başlık altında mı ve diğer ve çeşitli gibi ibarelerin kullanılmamasına özen gösterilmiş mi? 1.11 Genel kurul toplantı tutanakları internet sitesinde her zaman erişilebilir nitelikte midir? 1.12 Oy haklarında imtiyaz bulunmakta mıdır? 1.13 Pay sahibi olmayan kişinin temsilci olarak vekaleten oy kullanmasına izin verilmekte midir? 1.14 Azınlık payları yönetimde temsil edilmekte midir? 1.15 Şirket yönetimde birikimli oy kullanma yöntemine yer vermekte midir? 1.16 Şirket karına katılım konusunda imtiyaz bulunmakta mıdır? 1.17 Şirketin kamuya açıkladığı bir kar dağıtım politikası var mı? 1.18 Kar payı avansı verilmekte midir? 1.19 Kar dağıtımı yasal süreler içinde gerçekleştirilmekte midir? 1.20 Payların devrini kısıtlayan hükümler var mıdır?

Yukarıda belirtilen 4 temel husus çerçevesinde pay sahiplerine yönelik önemli hususların oluşturulan alt endekste yer aldığı düşünülmektedir. Literatüre bakıldığında pay sahipleri bölümüne yönelik kriterlerin daha kısıtlı olduğu görülmektedir. Örneğin Balasubbramanian, Black, Khanna'da (2010) pay sahipleri alt endeksinde 4 alt kriter bulunurken, Black , De Carvalho, Gorga'da (2012) 2 kriter bulunmaktadır. Black, Jang, Kim'e (2006a) paralel olarak bu çalışmada birikimli oy yöntemi, genel kurul toplantısına yönelik kriterler gibi benzer kriterler bulunmaktadır. Yine de bu çalışmada pay sahiplerine yönelik çok daha fazla sayıda kriter kullanılmıştır.

Tablo 3.2: Literatürde Pay Sahiplerine Yönelik Kullanılan Kriterler

Çalışma	Black (2001)	Black,Jang, Kim (2006a)	Balasubbramanian, Black Khanna, (2010)	Black, De Carvalho, Gorga (2012)
Pay Sahipleri	Genel kurul ilanları yetersiz Esas sözleşmede rüçhan hakkı kullanma hakkı verilmiyor. Otorize edilmiş olmakla birlikte hisse senetleri arz edilmemiş. Kontrol eden pay sahibi trading şirketleri ile çalışıyor. Şirket birleşmesi planlanıyor veya mümkün Şirketin yeniden yapılandırılması planlanıyor veya mümkün. Yabancı ortaklık veya oy kullanması sınırlanmış	Yönetim kurulu üyelerinin seçiminde birikimli seçim yöntemi kullanılmaktadır. Posta ile oy kullanılmasına izin verilmektedir. Şirket genel kurula katılımı yükseltmeye yönelik olarak genel kurul için uygun bir yer seçmektedir ve diğer şirketlerle çakışmayacak bir tarih seçmektedir. Genel kurul toplantısı öncesinde yönetim kurulu üyesi adayları açıklanmaktadır. İlgili şirketlerle olan işlemlerde yönetim kurulu onayı aranmaktadır.	Pay sahipleri posta ile oy kullanabilmektedir Pay sahipleri ile olan anlaşmazlıklar tahkime tabi Şirketin içeriden öğrenenlere yönelik politikası var Yönetim kurulunda azınlık temsil ediliyor	İlişkili taraf işlemleri pay sahiplerine açıklanmaktadır. Yönetim finans uzmanları ile düzenli olarak toplanmaktadır.

Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık

Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık alt endeksinde 12 kriter bulunmaktadır. Şirketin kamuyu bilgilendirmesine yönelik olarak sorumlu kişiler atayıp atamadığı, bilgilendirme politikası ve etik kuralları olup olmadığı gibi bir bölüm bulunurken, özel durum açıklamalarına yönelik ek açıklama istenmesi veya yaptırım uygulanıp uygulanmadığına ilişkin hususlar diğer bir bölümdür. Öte yandan nihai pay sahipleri ve içeriden öğrenenler listesini açıklanıp açıklanmadığı diğer bir bölümdür.

Tablo 3.3: Kamuyu Aydınlatma Alt Endeksinin Bileşenleri

KAMUYU AYDINLATMA ŞEFFAFLIK
2.1 Kamunun aydınlatılma bildirimlerden sorumlu ve imza yetkisine sahip iki yöneticinin ismi var mı?
2.2 Kamuyu aydınlatma ile her türlü husustan sorumlu bir personel görevlendirildi mi?
2.3 Şirket bilgilendirme politikası oluşturulup kamuya açıklandı mı?
2.4 Etik kuralları oluşturularak kamuya açıklandı mı?
2.5 Özel durum açıklamalarına ilişkin olarak SPK ve İMKB tarafından ek açıklama istendi mi?
2.6 Özel durum açıklamalarının zamanında yapılmamasına ilişkin olarak yaptırım uygulandı mı?
2.7 Şirketin internet sitesinde yatırımcılarla ilişkiler bölümü var mı?
2.8 Şirketin internet sitesinde alt kriterlerde yer alan bilgilere yer verildi mi?
2.9 İnternet sitesi yatırımcılarla ilişkiler bölümü aynı zamanda İngilizce olarak hazırlandı mı?
2.10 Şirketin gerçek kişi nihai hâkim pay sahibi/sahiplerinin dolaylı ve karşılıklı iştirak ilişkilerinden arındırılmak suretiyle kamuya açıklandı mı?
2.11 Faaliyet raporunda alt kriterlerde yer alan bilgilere yer verildi mi?
2.12 İçeriden öğrenebilecek durumda olan kişilerin listesi kamuya duyuruldu mu?

Kamuyu aydınlatma bölümünün en önemli kısmını ise internet sitesinin bulunup bulunmadığı ve internet sitesinde pay sahiplerine yönelik yeterli bilgilerin bulunup bulunmadığı ile faaliyet raporunda yine pay sahiplerini bilgilendirmeye yönelik yeterli açıklama yapılıp yapılmadığına yönelik bölümlerdir.

Bu çerçevede kamuyu aydınlatma bölümünde bulunan 2.8 numaralı maddede internet sitesinde bulunan bilgilere yönelik 12 alt kriter ve 2.11 numaralı maddede ise faaliyet raporunda bulunan unsurlara yönelik olarak 14 alt kriter belirlenmiştir.

Tablo 3.4: 2.8 Numaralı Madde Oluşturulurken Kullanılan Alt Kriterler

1. ticaret sicili bilgileri.
2. ortaklık ve yönetim yapısı.
3. imtiyazlı paylar hakkında detaylı bilgi.
4. değişikliklerin yayınlandığı ticaret sicili gazetelerinin tarih ve sayısı ile birlikte şirket esas sözleşmesinin son hali.
5. özel durum açıklamaları.
6. yıllık faaliyet raporları.
7. periyodik mali tablo ve raporlar.
8. izahnameler ve halka arz sirkülerleri.
9. genel kurul toplantılarının gündemleri, katılanlar cetvelleri ve toplantı tutanakları.
10. vekaleten oy kullanma formu, çağrı yoluyla hisse senedi veya vekalet toplanmasında hazırlanan zorunlu bilgi formları ve benzeri formlar.
11. sermaye piyasası araçlarının değerine etki edebilecek önemli yönetim kurulu kararlarının toplantı tutanakları.
12. sıkça sorulan sorular başlığı altında şirkete ulaşan bilgi talepleri, soru ve ihbarlar ile bunlara verilen cevaplar.

Tablo 3.5: 2.11 Numaralı Madde Oluşturulurken Kullanılan Alt Kriterler

1. faaliyet konusu.
2. sektör hakkında bilgi ve şirketin sektör içindeki yeri.
3. finansal duruma ve faaliyet sonuçlarına ilişkin yönetimin analiz ve değerlendirmesi.
4. mali tablolara ilişkin yönetim kurulu beyanı.
5. bağımsız denetim kuruluşunun iç denetim sistemi konusundaki görüşü.
6. faaliyetlerle ilgili öngörülebilir risklere ilişkin detaylı açıklama.
7. yönetim kurulu üyelerinin ve yöneticilerinin özgeçmişleri görev ve sorumlulukları.
8. yönetim kurulu üyelerine ödenen bireysel ücret ikramiye ve diğer menfaatler.
9. organizasyon sermaye ve ortaklık yapısı.
10. kar dağıtım politikası ve kar dağıtım yapılmayacaksa gerekçesi.
11. şirketin finansal durumuna yönelik tartışma.
12. genel kurulların fonksiyonu pay sahiplerinin sahip olduğu haklar ve bu hakların kullanılmasına ilişkin esasların açıldığı metinlere ulaşım bilgileri.
13. istatistiki bilgiler ve grafikler.
14. iç denetim sistemine ilişkin yönetim kurulu beyanı.

Literatüre baktığımızda Black (2001) ve Black,Jang,Kim (2006a) kamuyu aydınlatmaya yönelik üç adet gibi az sayıda kriter belirledikleri görülmektedir. Balasubbranian, Black, Khanna (2010) ise daha fazla sayıda kriter belirlemiş olup bu çalışmayla paralel olarak mali tabloların, faaliyet raporlarının, ortaklık

yapısının, şirket yönetiminin mali duruma ilişkin analizinin, internete konması etik kuralların belirlenmesi gibi faktörler aranmıştır.

Tablo 3.6: Literatürde Kamuyu Aydınlatmaya Yönelik Kullanılan Kriterler

Çalışma	Black (2001)	Black,Jang, Kim (2006a)	Balasubbramanian, Black Khanna, (2010)	Black, Cavalho, Gorga (2012)
Kamuyu Aydınlatma	Amerikan GAAP veya UFRS'ye göre hazırlanmış mali tablolar mevcut değil. Şeffaflık konusunda kötü reputasyon ADR'si yok	Şirket yatırımcılarla ilişkiler aktivitesi gerçekleştirmiştir. Şirketin internet sitesinde bağımsız yönetim kurulu üyelerinin özgeçmişleri bulunmaktadır. Şirketin kamuyu aydınlatması İngilizce de yapılmaktadır.	İlişkili taraf işlemleri pay sahiplerine açıklanmaktadır. Şirket finans uzmanları ile düzenli toplantılar düzenlemektedir. Şirket doğrudan ve dolaylı olarak şirkette yüzde 5 üzerinde olan pay sahiplerini açıklamaktadır. Büyük pay sahipleri arasında anlaşma yoktur ve açıklanmaktadır. Yıllık finansal tablolar internete konmaktadır.	Şirket doğrudan ve dolaylı olarak şirkette yüzde 5 üzerinde olan pay sahiplerini açıklamaktadır. Şirket yıllık şirket toplantıları ve faaliyeti programını açıklamaktadır. Finansal tablolar İngilizce olarak da açıklanmaktadır. Finansal tablolar da nakit akım tabloları da bulunmaktadır.

Tablo 3.6: Devam

Tablo 3.6 Devam	Black (2001)	Black,Jang, Kim (2006a)	Balasubbramanian, Black Khanna, (2010)	Black, Cavalho, Gorga (2012)
			Çeyreklik finansal tablolar internete konmaktadır. Yıllık faaliyet raporu internete konmaktadır. Yönetim kurulu raporu internete konmaktadır. Kurumsal yönetim raporu internete konmaktadır. Denetim komitesini işleyişine yönelik içtüzük bulunmaktadır. Bağımsız denetçiyi denetim komitesi önermektedir. Denetim komitesinin bağımsız üyeleri ayrı toplanmaktadır.	Çeyreklik finansal tablolar da konsolide açıklanmaktadır. Finansal tablolar UFRS veya Amerikan GAAP kurallarına göre hazırlanmaktadır. Şirketin mali durumuna ilişkin yönetimin analizi bulunmaktadır. Yıllık finansal tablolar internete konmaktadır. Çeyreklik finansal tablolar internete konmaktadır. Şirketin etik kuralları bulunmaktadır.

Yönetim Kurulunun yapısı ve işleyişi

Yönetim kuruluna yönelik olarak ise 26 kriter belirlenmiştir. Bu 26 kriter temel olarak yönetim kurulunda bağımsız üye olup olmadığına, şirkette yönetim kurulu yönetim arasında ayrışma gerçekleştirilip gerçekleştirilmediği, denetim ve kurumsal yönetim komitelerinin kurulup kurulmadığı, yönetim kurulunun işleyişinin bu aygıtın

şirketin yönetimi üzerinde etkili olacak şekilde kurgulanıp kurgulanmadığı ve buna ilişkin kuralların esas sözleşmede belirlenip belirlenmediği gibi başlıklar altında toplanabilir.

Literatürdeki çalışmalarda ise yönetim kurullarına yönelik çok sayıda kriter belirlendiği görülmektedir. Yönetim kurulu üyelerinin bağımsızlığı, yönetim kurulu başkanı CEO'nun farklı kişiler olması, yönetim kurulu üyelerinin çoğunun toplantılara katılması, üyelerin görüşlerinin toplantılarda kaydedilmesi, yılda en az dört defa yönetim kurulu toplantısı gerçekleştirilmesi, denetim komitesi bulunması gibi ortak kriterler bulunmaktadır.

Ancak Tablo 3.8'den görülebileceği gibi bu çalışmadan farklı olarak ve aynı zamanda yurtdışı şirketlerin uygulamalarına paralel olarak literatürde, CEO ve yönetim kurulunun performansını değerlendirmeye yönelik olarak bir sistemin bulunması, yönetim kurulu üyelerinin eğitilmesi, yönetici olmayan ve bağımsız yönetim kurulu üyelerinin danışman istihdam etmesi, yönetim kurulu toplantılarına yönelik içtüzük bulunması gibi farklı kriterler de bulunmaktadır.

Tablo 3.7 : Yönetim Kurulu Alt Endeksinin Bileşenleri

YÖNETİM KURULU
3.1 Yönetim Kurulu'nda bağımsız üye bulunuyor mu?
3.2 Bağımsız üyelerin sayısının ikiden veya yönetim kurulu üye sayısının üçte birinden fazla mı?
3.3 Bağımsız yönetim kurulu üyelerinin şirket dışında başka görev veya görevler almasını belirli kurallara bağlanıp bağlanmadı mı ve/veya sınırlandırıldı mı?
3.4 Şirketin yönetim kurulu üye seçiminde aranan asgari niteliklerin SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri IV.Bölümünün 3.1.1, 3.1.2 ve 3.1.5. maddelerinde yer alan niteliklerle örtüşüyor mu buna ilişkin esaslar şirket esas sözleşmesinde yer alıyor mu?
3.5 Yönetim kurulu üyelerinin özgeçmişleri faaliyet raporunda yer alıyor mu?
3.6 Periyodik mali tablolara ilişkin beyan yöneticilerce hazırlanıp imzalandı mı?
3.7 Şirketin genel müdürü aynı zamanda Yönetim Kurulu Başkanı mı?
3.8 Yönetim kurulunun yarısından fazlası icrada sorumlu mu?
3.9 Genel müdür aynı zamanda yönetim kurulu üyesi mi?
3.10 Yönetim kurulu, şirketin misyonunu/vizyonunu belirleyerek kamuya açıklıyor mu yönetim kurulu yöneticiler tarafından oluşturulan stratejik hedefleri onaylıyor mu?
3.11 Yönetim kurulu şirketin hedeflerine ulaşma derecesini, faaliyetlerini ve geçmiş performansını gözden geçiriyor mu?
3.12 Yönetim kurulunca bir risk yönetim ve iç kontrol mekanizması oluşturuldu mu?
3.13 Yönetim kurulu üyeleri ve yöneticilerinin yetki ve sorumluluklarına şirket esas sözleşmesinde açıkça yer verildi mi?
3.14 Yönetim kurulu toplantı ve karar nisabına esas sözleşmede yer verildi mi?
3.15 Yönetim kuruluna hizmet vermek üzere bir sekreteryaya bulunuyor mu?
3.16 Yönetim kurulu toplantısında farklı görüş açıklanan konulara ilişkin makul ve ayrıntılı karşı oy gerekçeleri karar zaptına geçiriliyor mu?
3.17 SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'nin IV. Bölümü'nün 2.17.4'üncü maddesinde yer alan konularda yönetim kurulu toplantılarına fiilen katılım sağlanıyor mu?
3.18 Bağımsız üyelerin karşı oy gerekçelerinin kamuya açıklanıyor mu?
3.19 Yönetim kurulu üyesi tarafından yöneltilen sorular karar zaptına geçiriliyor mu?
3.20 Yönetim kurulu üyelerine ağırlıklı oy hakkı ve/veya olumsuz veto hakkı tanınıp tanınıyor mu?
3.21 yönetim kurulu üyelerine şirketle işlem yapma ve rekabet yasağı uygulanıyor mu?
3.22 Denetimden sorumlu bir komite kuruldu mu?
3.23 Kurumsal yönetim komitesi kuruldu mu?
3.24 Komite başkanlarının bağımsız yönetim kurulu üyeleri arasından seçiliyor mu?
3.25 Yönetim Kurulu en az her çeyrekte bir toplanıyor mu?
3.26 Yönetim Kurulu Başkanı ve Genel Müdür aynı aileden/kontrol eden gruptan mı seçiliyor ?

Tablo 3.8: Literatürde Yönetim Kuruluna Yönelik Kullanılan Kriterler

Black,Jang, Kim (2006a)	Balasubbramanian, Black Khanna, (2010)	Black, Cavalho, Gorga (2012)
Yönetim kurulu üyelerinin en az yarısı bağımsız üyedir. Yönetim kurulu üyelerinin yüzde 50'sinden fazlası bağımsız üyedir. Şirkette yönetim kurulunu seçmeye yönelik bir adaylık komitesi bulunmaktadır. Şirkette denetim komitesi bulunmaktadır. Yönetim kurulu üyeleri ortalama toplantıların yüzde 75'ine katılmaktadır. Yönetim kurulu toplantılarında üyelerin görüşleri kaydedilmektedir. CEO ve yönetim kurulu başkanı farklı kişilerden oluşmaktadır. Yönetim kurulu üyelerini değerlendirmeye yönelik bir sistem bulunmaktadır. Yönetim kurulu toplantılarına ilişkin bir yönetmelik bulunmaktadır. Yönetim kurulu yılda en az dört veya daha fazla toplantı gerçekleştirmektedir.	Yönetim kurulu üyelerinin görev süresi 1 yıldır Yönetim kurulunda bağımsız üye sayısı en az yüzde 50'dir. Yönetim kurulunun yarısından fazlası bağımsız yönetim kurulu üyelerinden oluşmaktadır CEO aynı zamanda yönetim kurulu başkanı değildir. Yönetim kurulu toplantılarına katılım ortalaması yüzde 80'den yüksektir. Şirketin CEO'nun performansını değerlendirmeye yönelik olarak bir sistemi bulunmaktadır. Şirketin diğer yöneticilerin performansını değerlendirmeye yönelik olarak bir sistemi bulunmaktadır. Şirketin diğer yöneticilerin performansını değerlendirmeye yönelik olarak bir sistemi bulunmaktadır.	Yönetim kurulunda bir veya birden fazla bağımsız yönetim kurulu üyesi bulunmaktadır. Yönetim kurulundan bağımsız üyelerin ağırlığı yüzde 30'dan fazladır. Bağımsız yönetim kurulu üyeleri üye sayısının en az yarısını oluşturmaktadırlar. CEO aynı zamanda yönetim kurulu başkanı değildir. Denetim komitesi bulunmaktadır. Düzenli veya yarı düzenli mali komite bulunmaktadır. Denetim komitesinde veya mali komitede azlık pay sahipleri temsil edilmektedir. Yönetim kurulu yılda en az 4 defa fiziksel olarak toplanmaktadır. Şirketin CEO'nun performansını değerlendirmeye yönelik olarak bir sistemi bulunmaktadır.

Tablo 3.8: Devam

Black,Jang, Kim (2006a)	Balasubbramanian, Black Khanna, (2010)	Black, Cavalho, Gorga (2012)
Şirkette bir veya daha fazla yabancı yönetim kurulu üyesi bulunmaktadır. Bağımsız yönetim kurulu üyelerine yönelik olarak emeklilik ödemesi bulunmamaktadır. Bağımsız yönetim kurulu üyeleri şirketin maliyetini karşılayacağı şekilde dışarıdan danışmanlık alabilmektedir. Bağımsız yönetim kurulu üyelerini değerlendirmeye yönelik bir sistem bulunmaktadır veya oluşturulması planlanmaktadır. Pay sahipleri bağımsız yönetim kurulu üyelerinin toplam ücretlerini onaylamaktadır. Bağımsız üyeler yönetim kurulu toplantılarının en az yüzde 75'ine katılmaktadır. Şirketin bağımsız yönetim kurulu üyelerine yönelik bir davranış kuralları bulunmaktadır. Şirket bağımsız yönetim kurulu üyelerini desteklemek için bir çalışan tahsis etmektedir. Sadece bağımsız üyelerin toplandığı yönetim kurulu toplantısı bulunmaktadır. Şirket bağımsız yönetim kurulu üyelerinin şirket hisse senedi satın alabilmesi için borç vermemektedir.	Şirketin yönetici görevi olmayan yönetim kurulu üyelerinin performansını değerlendirmeye yönelik olarak bir sistemi bulunmaktadır. Şirketin CEO'nun yerine yönelik planı vardır. Şirket yönetici olmayan yönetim kurulu üyelerine yönelik emeklilik yaşı belirlemiştir. Üyeler yönetim kuruluna ilişkin düzenli eğitim almaktadırlar. Yalnızca yönetici olmayan yönetim kurulu üyelerine yönelik toplantılar mevcuttur. Toplantıya ilişkin materyal yönetim kurulu üyelerine toplantıdan önce dağıtılmaktadır. Yönetici olmayan yönetim kurulu üyeleri danışman istihdam edebilmektedir. Şirketin etik kuralları bulunmaktadır.	Şirketin diğer yöneticilerin performansını değerlendirmeye yönelik olarak bir sistemi bulunmaktadır. Toplantıya ilişkin materyal yönetim kurulu üyelerine toplantıdan önce dağıtılmaktadır. Yönetim kurulu toplantılarına yönelik içtüzük bulunmaktadır.

3.2 KRİTERLERE GÖRE KURUMSAL YÖNETİM NOTU HESAPLANMASI

Kurumsal yönetim endeksi oluşturulurken belirlenen her bir kritere göre, şirketin durumunun tam uygun olması durumunda 1, kısmen uygun olması durumunda 0,5, hiç uygun olmaması durumunda ise 0 değeri verilmiş ve tüm kriterler için verilen sayılar toplanarak şirketin ham kurumsal yönetim notuna ulaşılmıştır.

Verilen bu notlar toplanarak toplam elde edilebilecek en yüksek nota bölünerek yüzde kurumsal yönetim endeksine ulaşılmıştır. Literatürdeki bazı çalışmalarda alt endekslere ilişkin bir not elde edildikten sonra alt endekslerdeki notlardan genel kurumsal yönetim endeksine ulaşılmıştır.

Öte yandan kamuyu aydınlatma bölümünde 12 kriter bulunmakla birlikte, kamuyu aydınlatma bölümünde bulunan 2.8 ve 2.11 numaralı kriterler olan; şirketin internet sitesinde bulunan unsurlar¹⁷ için 12, faaliyet raporunda bulunan unsurlar¹⁸ için 14 alt kriter belirlenmiştir. Her iki bölümde alt kriterler için ise 0.25 puan verilmiştir. Bu çerçevede bir şirketin internet sitesinde tüm unsurlar varsa aldığı puan 3 olurken, faaliyet raporu için belirlenen unsurların tümü varsa alınan puan 3,5 olmuştur. Böylelikle kamuyu aydınlatma bölümünde 12 kurumsal yönetim kriteri bulunmakla ve kriterler 1-0 arasında değer almakla birlikte, “internet sitesinde bulunanlar” ve “faaliyet raporunda bulunanlar” kriterleri sırasıyla 3-0 ve 3,5-0 arasında değer almaktadırlar. Bu çerçevede kamuyu aydınlatma bölümü maksimum 16,5 puan almaktadır. Böylelikle şirketin faaliyet raporuna ve internet sitesine koyduğu bilgilerin kapsamı da kurumsal yönetim notuna dahil edilmeye çalışılmıştır.

Bu doğrultuda 58 ana kriter ve kamuyu aydınlatma bölümünde bulunan toplam 26 alt kriterin tümü yerine getirildiğinde ulaşılabilen maksimum kurumsal yönetim

¹⁷ 2.8. Şirketin internet sitesinde SPK Kurumsal Yönetim İlkelerinin II. Bölüm 1.11.5’te sayılan bilgilere yer verildi mi?

¹⁸ 2.11 . Faaliyet raporunda SPK Kurumsal Yönetim İlkelerinin II. Bölüm 3.2.2’de sayılan bilgilere yer verildi mi?

notunun ham değeri 62.5'tir. Bu ham değeri yüz üzerinden ifade ettiğimizde ise bir şirketin kurumsal yönetim notu ise 100 olmaktadır.

Her alt endeks altındaki kriter sayısı eşit olmadığı için bazı alanların çalışma kapsamında hesaplanan kurumsal yönetim endeksi içindeki ağırlıkları yüksek olmuştur.

Tablo 3.9: Oluşturulan Alt Endekslerin Ağırlığı

Endeks	Ham Not	Yüzde Ağırlık
Pay Sahipleri	20	32
Kamuyu Aydınlatma	16,5	26
Yönetim Kurulu	26	42

Bu çerçevede yönetim kurulu bölümünün ağırlığı yüzde 42 olurken, pay sahipleri bölümünün ağırlığı yüzde 32, kamuyu aydınlatma bölümünün ağırlığı ise yüzde 26'dır.

Literatürde rastlanan çalışmalarda kurumsal yönetime ilişkin kriter şirket tarafından karşılanıyorsa 1, karşılanmıyorsa 0 değeri almıştır. Örneğin Black, Jang, Kim (2006a) Güney Kore Borsası'nın kote olan şirketlere yönelik anketleri kullanılmıştır¹⁹. Şirketlerin anket sorularına cevap vermemesi durumunda sıfır değeri verilmiştir. Öte yandan bu çalışmada ise kurumsal yönetim kriterlerinin bir kısmı yerine getiriliyorsa 0.5 değeri verilmiştir. Bu literatürde rastlanan bazı çalışmalardan ayrılmaktadır. Ancak bu şekilde şirketlerin kurumsal yönetim uygulama durumuna yönelik olarak kurumsal yönetim endeksinin daha çok bilgi taşıyacağı ve endeksin daha hassas hesaplanacağı düşünülmüştür²⁰.

¹⁹ Black diğer yazarlarla Rusya, Güney Kore, Brezilya ve Hindistan'a yönelik yaptığı çalışmalarda genelde benzer bir yöntem kullanmıştır.

²⁰ Ayrıca bu çalışmanın son bölümünde yapılan istatistik analizde de 1 ve 0'la sınırlı bir veri tabanına ihtiyaç bulunmamaktadır. Çünkü sonuçta her şirket için 100 üzerinden bir kurumsal yönetim notuna ulaşılmaktadır.

Black, Carvalho, Gorga (2012) da, her kritere 0 veya 1 değeri vererek diğer kriterler içinde eşit ağırlık kullanmışlar, herhangi bir kritere ekstra ağırlık vermemişlerdir. Öte yandan alt endeks değerleri oluşturulurken herhangi bir firmaya ilişkin değerler toplanarak o endeksin alabileceği azami değere bölünerek 0-1 arasında bir değere ulaşılmış ve tüm alt endeksler toplanarak daha sonra 6'ya bölünerek genel kurumsal yönetim endeksine ulaşılmıştır.

Ancak bu çalışmada endeks hesaplanırken alt endeksler altında yer alan tüm kriterlerden kaçış şirket tarafından yerine getiriliyorsa ulaşılan toplama bölünerek, şirketin tüm kurumsal yönetim ilkelerinin yüzde kaçını yerine getirdiği bulunmuştur. Alt endeksler hesaplanırken ise şirketin karşıladığı kriterlerin alt endeks kapsamındaki toplam kriter sayısına bölünmesiyle kurumsal yönetim alt endekslerine yönelik notu bulunmuştur.

Öte yandan literatürdeki çalışmalara bakıldığında da alt endekslerde bulunan kriter sayısı dengeli değildir.

Black, Jang, Kim (2006a) kurumsal yönetim kurulu endeksini oluştururken 38 adet değişken kullanmışlardır. Yazarlar pay sahipleri alt endeksi için 5, yönetim kurulu yapısı alt endeksi için 4, yönetim kurulu prosedürleri için 26 ve kamuyu aydınlatma için ise 3 adet değişken kullanmışlardır. Yazarlar çalışmalarında genel kurumsal yönetim endeksi oluşturulurken, alt endekslere veya bu alt endekslerin içindeki değişkenlere herhangi bir ağırlık verilmesinden kaçındıklarına ve buna yönelik bir teorik altyapının bulunmadığına işaret etmişlerdir.

Black, Jang, Kim (2006a) çalışmalarında alt endeksler için verilen cevapların toplamını, alt endekste ki eleman sayısına bölerek, çıkan sonucu da 20 ile çarpmışlardır. Tüm alt endeksler için bu yapıp çıkan 5 sonuç toplanarak temel kurumsal yönetim endeksine ulaşılmıştır. Bu çerçevede herhangi bir alt endeksin genel endekste ki ağırlığı eşit olmuştur.

Black, Carvalho, Gorga (2012), 41 kritere dayanarak oluşturdukları kurumsal yönetim endeksi ile Gompers, Ishii, Metrick (2003) 24 kritere dayanarak oluşturdukları endeksle kıyaslandığında ortak 3 kriter olduğunu belirterek, bunun gelişmekte olan ölkelerin farklılığına bağlamaktadırlar.

3.3 HESAPLANAN KURUMSAL YÖNETİM ENDEKSLERİNİN TUTARLILIğI

Hesaplanan kurumsal yönetim endeksinin tutarlılığını test etmek için esas olarak derecelendirme şirketlerinin hesapladığı kurumsal yönetim notları kullanılmıştır. Ancak bunun testinden önce hesaplanan notların tutarlılığını gösteren başka göstergeler de bulunmaktadır.

Örneğin beklendiği gibi bu çalışmada hesaplanan en yüksek kurumsal yönetim notları İMKB 30 şirketlerine aittir. Onu İMKB 100 şirketleri izlemektedir. İMKB 100 şirketlerinin ortalama kurumsal yönetim notları da İMKB 100 dışı Ulusal Pazar şirketlerinin ortalamasından daha yüksektir. Aynı şekilde Ulusal Pazar şirketlerinin ortalama notları İkinci Ulusal Pazar şirketlerinden, onlarınki de Göz Altı Pazar şirketlerinkinden daha yüksektir. Bu çalışmada hesaplanan kurumsal yönetim endekslerine göre sektörel olarak en yüksek nota sahip olan şirketler mali sektör şirketleridir. Daha büyük şirketlerin daha yüksek kurumsal yönetim notları bulunmaktadır. Tüm bu bulgular beklentilere uygundur.

Öte yandan Sermaye Piyasası Kurulu düzenlemelerine göre faaliyet gösteren derecelendirme kuruluşları tarafından İMKB şirketlerine verilen notlar ile bu çalışmada hesaplanan kurumsal yönetim notları kıyaslanarak, hesaplanan notların geçerliliği test edilmiştir. Bu kıyaslamada, kurumsal yönetim notu verirken çok daha detaylı analiz yapan şirket nezdinde inceleme yapan ve daha fazla kriter kullanan derecelendirme kuruluşları tarafından verilen notların şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarını daha iyi temsil ettiği varsayımı bulunmaktadır.

Hem bu çalışmada kurumsal yönetim notu hesaplanan, hem de derecelendirme kuruluşları tarafından kurumsal yönetim notu hesaplanan şirket sayısı 2007 yılında

6, 2008 yılında 10, 2009 yılında 18, 2010 yılında ise 24'tür. 2007 ve 2008 yılında örneklem küçük olmakla birlikte 2009 ve 2010 yılında sayı biraz daha yükselmektedir. Bu çalışmada 2009 yılına kadar kurumsal yönetim notu hesaplandığı için, 2010 yılında derecelendirme şirketleri tarafından verilen notlar ile 2009 yılında bu çalışmada hesaplanan notlar kıyaslanmıştır.

Notlar kıyaslanırken, bu çalışmada bir şirkete yönelik genel kurumsal yönetim endeksi oluşturulurken pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve yönetim kurulu alt endekslerine verilen ağırlıklar ne ise derecelendirme şirketlerince alt endekslere verilen notlara da aynı ağırlık vererek genel kurumsal yönetim endeksi oluşturulmuştur.

Tablo 3.10: Genel Kurumsal Yönetim Notu: Derecelendirme Şirketi-Hesaplanan Not Korelasyon

	2007	2008	2009	2010
Korelasyon (%)	91	94	67	66
Ortalama Not Fark²¹ (%)	13	18	20	19

Bu çalışmada hesaplanan kurumsal yönetim notları ile derecelendirme şirketleri tarafından hesaplanan kurumsal yönetim notları arasındaki korelasyonun yüksek olduğu görülmektedir. Örneklem küçük olduğu 2007 ve 2008 yıllarında korelasyon yüzde 90'ın üzerindedir. Örneklem biraz arttığı 2009 ve 2010 yıllarında ise korelasyon düşse bile yüzde 70'e yakındır. Bu da bu çalışmada hesaplanan kurumsal yönetim notlarının şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarını ölçmede belli bir başarıya ulaştığını göstermektedir. Diğer taraftan derecelendirme şirketleri tarafından hazırlanan notların bu çalışmada hazırlanan kurumsal yönetim notlarına göre ortalama yüzde 20 daha yüksek olduğu görülmektedir.

²¹ Kurumsal yönetim derecelendirme şirketleri tarafından hazırlanan notların ortalamasının, bu çalışmada hesaplanan notların ortalamasından yüzde kaç daha yüksek olduğu.

Alt endeksler bazında da inceleme yapılmıştır; yani bu çalışmada şirket bazında hesaplanan pay sahipleri endeksi ile derecelendirme şirketleri tarafından o şirketler için hesaplanan pay sahipleri alt endeksleri kıyaslanmıştır.

Tablo 3.11: Kurumsal Yönetim Alt Endeksler: Derecelendirme Şirketi-Hesaplanan Not Korelasyon (%)

	2007	2008	2009	2010
Pay Sahipleri	67	52	-22	43
Kamuyu Aydınlatma	86	84	41	44
Yönetim Kurulu	97	94	77	67

Bu çalışmanın sonucunda pay sahipleri alt notunda bu çalışmada hesaplanan notun korelasyonun nispeten düşük olduğu hatta 2009 yılında eksiye düştüğü görülmektedir. 2009 yılı dışarıda bırakıldığında en düşük korelasyon yüzde 43'tür.

Kamuyu aydınlatma alt notunda korelasyonun 2007 ve 2008 yılında yüzde 80'nin üzerinde olduğu, ancak 2009 ve 2010 yılında yüzde 40'lı seviyelere gerilediği görülmektedir.

Ancak yönetim kurulu alt endeksinde korelasyonun 2007, 2008 yılında yüzde 90'ların üzerinde olduğu ve 2009 ve 2010 yılında korelasyon gerilese bile 2010 yılındaki en düşük seviyenin bile yüzde 67 olduğu görülmektedir.

Bu çerçevede alt endekslerden yönetim kurulu endeksinin derecelendirme kuruluşlarının verdikleri notlara yakınsamada en başarılı olduğu, bunu kamuyu aydınlatma endeksinin izlediği en sonda ise pay sahipleri alt endeksinin bulunduğu görülmektedir. Öte yandan bu çalışmada hesaplanan ve alt endekslerden oluşan genel kurumsal yönetim notu ile derecelendirme kuruluşlarının verdikleri notlar arasındaki korelasyon da yüzde 60'ın üzerindedir.

3.4 ALTERNATİF ÖLÇÜTLERE GÖRE ENDEKSTEKİ FARKLILAŞMA

Kurumsal yönetim endeksi oluşturulurken, en kritik noktalardan biri de, bir şirkete yönelik genel bir kurumsal yönetim endeksi oluştururken alt endekslerin ağırlığının eşit mi tutulacağı veya alt endeksler oluşturulurken kriter sayısı fazla olanların bu ölçüde ağırlıklarının genel kurumsal yönetim endeksinde yansıtılıp yansıtılmayacağıydı. Çalışmada esas olarak ikinci yöntem kullanılmıştı. Bunun nedeni de, eşit ağırlık kullanılması durumunda kullanılan bir kısım kurumsal yönetim kriterinin önemini yitireceğine yönelik endişeydi.

Bu çalışmada kurumsal yönetim endeksi oluşturulurken ikinci önemli karar da 58 adet temel kurumsal yönetim kriteri dışında kalan ve internet sitesinde ve faaliyet raporunda bulunan bilgilere yönelik toplam 25 alt kritere yönelik not verilirken her bir kritere 0,25 puan verilmesi kararı idi.

Böyle daha düşük bir puan seçilmesinde internet sitesi ve faaliyet raporlarında bulunan alt kriterlere 0,25'lik puan verilirken, her bir alt kriterin 58 temel maddedeki ağırlığa göre daha az bir ağırlık taşıması hedeflenmiştir. Örneğin oy hakkında imtiyaz bulunmayan bir şirket böyle önemli bir kurumsal yönetim faktörü için ham kurumsal yönetim notunda 1 puanlık bir artış yaşarken, internet sitesinde sadece ortaklık yapısına ilişkin bilgi bulunan bir şirketin bunun karşılığında 1 puanlık bir artış yaşamasının iki kriterin önemleri arasındaki farklılığı yansıtmayacağı düşünülmüştür.

Ancak bu kararların doğru olup olmadığını test etmek için alt endekslere eşit ağırlık verecek şekilde bir endeks ve ayrıca internet sitesinde bulunan alt kriterlere sırasıyla 0,5 ve 1 değeri verecek şekilde iki tane endeks olmak üzere toplam 3 alternatif kurumsal yönetim endeksi hesaplanmıştır.

Tablo 3.12: Değişik Senaryolara Göre Kamuyu Aydınlatmanın Temel Endeksteeki Payı

Alt Kriterlere 0,25	Alt Kriterlere 0,5	Alt Kriterlere 1 puan
26,4	33,33	43,2

İnternet sitesi ve faaliyet raporunda bulunan kriterlere yönelik 0,5 ve 1 puan verildiğinde doğal olarak kamuyu aydınlatma endeksinin toplam endeksteeki payı yükselmiştir. Örneğin alt kriterlere 0,25 puan verildiğinde kamuyu aydınlatma endeksinin toplam endeksteeki payı yüzde 26,4 iken, 1 verildiğinde yüzde 43,2'ye yükselmiştir.

Oluşturulan 3 alternatif endeksin daha olumlu bir sonuç verip vermediği test edilmiştir. Örneğin alt endekslere eşit ağırlık verildiğinde kurumsal yönetim endeksinde büyük bir değişim yaşanmamıştır. İlk hesaplanan kurumsal yönetim endeksine göre tüm şirketlerin not ortalaması 2004-2009 döneminde yüzde 14,6 artış gösterirken, eşit ağırlıklı kurumsal yönetim endeksine göre aynı dönemde tüm şirketlerin kurumsal yönetim not ortalamasında yaşanan artış yüzde 14,2 olmuştur.

Tablo 3.13: Değişik Seçeneklere Göre Derecelendirme Şirketi-Hesaplanan Not Korelasyon Karşılaştırması

	2007	2008	2009	2010
Orijinal Ağırlık	91	94	67	66
Eşit Ağırlık	88	93	65	46
İnternet-faaliyet 0,5	91	92	68	51
İnternet-faaliyet 1	89	89	58	44

Kurumsal yönetim endeksindeki alt endekslere eşit ağırlık verildiğinde kurumsal yönetim notu veren şirketlerin verdikleri notlarla olan korelasyonun biraz düştüğü görülmektedir. 2007 yılında orijinal endeksin korelasyonu yüzde 91 iken eşit ağırlıklı endeksin korelasyonu yüzde 88'e düşmekte bu durum 2008 yılında yüzde

94 olan korelasyon yüzde 93'e, 2009 yılında yüzde 67 olan korelasyon yüzde 65'e, 2010 yılında yüzde 66 olan korelasyon yüzde 46'ya gerileyecek şekilde devam etmektedir. Bu çerçevede orijinal olarak hazırlanan endeksin eşit ağırlıklı endekse göre daha üstün olduğunu görüyoruz²².

İnternet ve faaliyet raporunda bulunan alt kriterlere 0,25 değil de 0,5 verildiğinde de korelasyonun orijinal endekse göre yine gerilediği görülmektedir.

Öte yandan internet sitesi ve faaliyet raporunda bulunan alt kriterler 1 değeri verilip 58 temel kriterle eşit statüye konulup toplam kriter sayısı 81'e çıkarıldığında ise korelasyonun daha da gerilediği görülmektedir.

2007, 2008 ve 2010 yıllarında derecelendirme şirketlerinin verdikleri notlarla en yüksek korelasyonu veren seçeneğin orijinal verilen ağırlıklardan oluşan notun olduğu görülüyor. Sadece 2009 yılında internet-faaliyet raporu kriterlerine 0,5 puan verildiği seçeneğin yüzde 68 korelasyonla daha iyi bir korelasyon sağlamakla birlikte orijinal seçeneğin sağladığı korelasyonla aradaki fark 1 puandır.

Bu çerçevede derecelendirme şirketlerinin verdikleri notlarla korelasyonu en yüksek seçeneğin orijinal olarak hesaplanan yani her bir alt endeksin payını ağırlığı ölçüsünde genel endekse yansıtan ve internet sitesi ile faaliyet raporundaki alt kriterlere de 0,25 değeri verilen endeksin olduğu görülmektedir.

²² Derecelendirme kuruluşları notları ile çalışmada hesaplanan kurumsal yönetim notları karşılaştırılırken, bu çalışmadaki ağırlıklar ne ise derecelendirme kuruluşlarının notlarındaki ağırlıklar da o şekilde değiştirilmiştir. Normalde derecelendirme kuruluşlarının bir şirkete verdikleri genel kurumsal yönetim notunda menfaat sahipleri alt başlığının da payı bulunmaktadır. Ancak bu çalışmada menfaat sahipleri bölümü kurumsal yönetim notu oluşturulurken kullanılmamıştır. Dolayısıyla derecelendirme şirketlerinin verdikleri genel kurumsal yönetim notları sadece pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve yönetim kurulu bölümleri kullanarak tekrar oluşturulmuştur. Kurumsal yönetim şirketlerinin verdikleri pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve yönetim kurulu alt notları örneğin eşit ağırlık kullanılacaksa her biri 0,3333 ile çarpılarak toplanmış bu şekilde karşılaştırılabilir derecelendirme şirketi notu elde edilmiştir. Veya bu çalışmadaki ağırlıklar kullanıldığında; pay sahipleri bölümü 0,32, kamuyu aydınlatma 0,264, yönetim kurulu ise 0,416 ile çarpılarak karşılaştırılabilir derecelendirme şirketi notu bulunmuştur. Öte yandan internet sitesi ve faaliyet raporunda bulunan alt kriterlere 0,5 ve 1 verildiği durumlarda da alt endekslerin ağırlıkları her durumda değiştiği için karşılaştırılabilir olması açısından derecelendirme şirketi notlarının da ağırlıkları aynı şekilde değiştirilmiştir. İlk durum için ağırlıklar 0,29,0,333, 0,377, ikinci durum için 0,247,0,432,0,321 olmuştur.

BÖLÜM IV KURUMSAL YÖNETİM ENDEKSİ HESAPLANIRKEN KULLANILAN KRİTERLERE GÖRE İMKB ŞİRKETLERİNİN DURUMU

4.1 PAY SAHİPLERİ

4.1.1 Pay Sahipleri Birimi

Pay sahipleri ile ilişkiler birimi var mı sorusuna cevap aranırken bakılan husus ayrı bir pay sahipleri ile ilişkiler birimi kurulup kurulmadığı olmuştur. Ayrı bir pay sahipleri birimi kurulduysa 1, ayrı bir birim kurulmamakla birlikte şirketin başka bir bölümünde pay sahipleri ile ilgili bir kişi tahsis edildiyse 0,5 notu verilmiştir. Eğer bu soruya yanıt verilmediyse 0 notu verilmiştir²³.

Yapılan incelemede 2004 yılında 215 şirket içinden yüzde 33'ünün ayrı bir pay sahipleri birimi kurduğu görülmektedir. Şirketlerin yüzde 57'sinin ise ayrı bir pay sahipleri birimi olmamakla birlikte çoğunlukla muhasebe ve finansman bölümlerinde pay sahiplerinin işlemlerini takip etmek üzere bir çalışan tahsis ettikleri görülmektedir. Şirketlerin yüzde 9,8'i ise pay sahipleri ile ilişkilere yönelik bir çalışan veya bölüm tahsis edip etmediği konusunda bilgi vermemiştir.

Ayrı bir pay sahipleri birimi kuran şirket sayısı yıllar itibariyle yükseliş eğiliminde olmuştur. Pay sahipleri birimi kuran şirket sayısında görülen en yüksek artışlar (yüzde 17-18) 2005 ve 2009 yılları olmuştur.

²³ Bu soruya cevap aranırken, hataya yol açabilecek nokta şirketin ayrı bir pay sahipleri biriminden ne anladığıdır. Bazı şirketler muhasebe finansman bölümünde başka görevleri de bulunan kişilere pay sahiplerinin işlerinin takibinin de verilemesini ayrı bir pay sahipleri birimi oluşturmak olarak görebilmektedir. Burada kritik nokta şirketin münhasarın pay sahipleri ile ilişkilerle sorumlu ayrı bir birim oluşturup oluşturmadığını anlamaktır. Ancak açık olarak ayrı bir pay sahipleri birimi kurulduğunun beyan edilmesi durumunda 1 notu verilmiş, muhasebe ve finansman bölümünde bir kişi tahsis edildiyse 0,5 verilmiştir.

2009 yılına gelindiğinde 215 şirketin yüzde 64'ünün ayrı bir pay sahipleri birimi bulunmaktadır. 74 şirketin ise pay sahipleri ile ilişkiler birimi bulunmasa da, ayrı bir bölümde pay sahipleri ile ilişkilere yönelik bir çalışan tahsis etmiştir. Öte yandan pay sahiplerine yönelik bir çalışan veya birim tahsis edip etmediği konusunda bilgi vermeyen şirket sayısı 2004 yılındaki 24'ten 2009 yılında 4'e gerilemiştir.

2004 yılına bakıldığında Gözaltı Pazarı'ndaki şirketlerin yüzde 14'ünde ayrı bir pay sahipleri birimi bulunurken bu Ulusal Pazar şirketlerinde yüzde 36'ya, İMKB 100 şirketlerinde yüzde 51'e, İMKB 30 şirketlerinde ise yüzde 77'ye ulaşmaktadır. 2009 yılına gelindiğinde ise İkinci Ulusal Pazar şirketlerinin yüzde 39'unda, Ulusal Pazar şirketlerinin yüzde 67'sinde, İMKB 100 şirketlerinin yüzde 82'sinde ve İMKB 30 şirketlerinin ise yüzde 86'sında ayrı bir pay sahipleri birimi oluşturulduğu görülmektedir.

SPK'ya (2004), göre hisse senetleri İMKB'de işlem gören şirketlerin yüzde 51,1'inde pay sahipleri ilişkileri birimi kurulmuşken, İMKB 30 şirketlerinde bu oran yüzde 81'e ulaşmıştır. SPK (2005) ise pay sahipleri birimi kuran şirketlerin oranını yüzde 49 olarak vermektedir. SPK'ya (2006) göre İMKB 100 şirketlerinin yüzde 59'unda, İyışirket'e (2006) göre yüzde 63'ünde, Kobirate'e (2012) göre yüzde 95'inde pay sahipleri birimi bulunmaktadır. Kobirate'e (2012) göre ise 2011 yılına gelindiğinde İMKB 30 şirketlerinin yüzde 97'sinde pay sahipleri birimi oluşturulmuştur.

Öte yandan 2004-2009 döneminde en büyük gelişmenin yüzde 255 ile İkinci Ulusal Pazar şirketlerinde yaşandığı görülmektedir. Ulusal Pazar şirketlerinde yüzde 86 artış yaşanırken İMKB 100 şirketlerinde ise yüzde 61 artış yaşanmıştır. İMKB 30 şirketlerindeki artış ise yüzde 12'de kalmıştır. Ancak bu İMKB 100 şirketlerinin zaten yüksek bir oranla başlaması nedeniyle doğaldır.

4.1.2 Pay Sahiplerinin Yazılı Bilgi Taleplerinin Cevaplandırılması

Bu soruya şirketlerin büyük çoğunluğu olumlu cevap vermişlerdir. 215 şirket içinden yalnız ikisi bu soruyu cevaplandırmazken, iki tanesi de koşullu cevap vermişlerdir.

4.1.3 Özel Denetçi Atanması Talebi

3 şirket hariç geri kalan 213 şirketin özel denetçi atanması talebini bireysel bir hak olarak düzenlemediği görülmektedir. Akbank'ın esas sözleşmesinde sermayenin yüzde 20'sine sahip olan ortakların özel denetçi atanmasını talep edebildikleri, Denizbank'ta sermayenin en az yüzde 1'ine sahip olanlara özel denetçi atanmasını talep hakkı verilirken, Zorlu Enerji'de ise ortakların asgari yüzde 5'i özel denetçi atanmasını talep edebilmektedirler.

4.1.4 Genel Kurul Toplantı İlanı 3 Hafta Önce Yapılıyor mu?

Kurumsal yönetim ilkeleri uyum raporlarında beyan edilen bilgilere göre şirketlerin sadece küçük bir kısmı genel kurul ilanlarını 3 hafta önce yaptığını beyan etmiştir. Buna göre 2004 yılında 215 şirket içerisinde 42 şirket genel kurul ilanlarını 3 hafta önce yaptığını beyan ederken 2009 yılına gelindiğinde bu sayı 60'a ulaşmıştır. 2004-2009 dönemine genel kurul ilanlarını daha erken yapan şirket sayısı yüzde 43 artmıştır.

Diğer birçok verinin aksine İMKB 30 şirketleri diğer endeks ve pazarlarda yer alan şirketlerin önüne geçememektedirler. 2004 yılında gözüktüğü şirketleri içinde genel kurul ilanlarını 3 hafta önce yaptığını beyan eden şirket bulunmamaktadır. Bunun dışında İkinci Ulusal ve İMKB 30 şirketlerinin sırasıyla yüzde 28 ve 27'si genel kurul ilanlarını 3 hafta önceden yaptığını belirtmişlerdir. İMKB 100 şirketlerinde bu oran yüzde 21 iken incelenen tüm şirketlerde yüzde 20'dir.

2009 yılına gelindiğinde ise İMKB şirketlerinin yüzde 37'si genel kurul ilanlarını 3 hafta önceden yaptıklarını açıklamışlardır. Sürpriz bir şekilde İMKB 100 şirketlerinde bu oran yüzde 23'e gerilemektedir. Zaten İMKB 30 dışında kalan 100 şirketlerinde 3 hafta önce genel kurul ilanlarını yapanların oranı yüzde 44'tür. 2004-2009 döneminde en hızlı gelişmeyi gösteren grubun yüzde 126'lık artışla İMKB 100 dışı 30 olduğu görülmektedir.

4.1.5 Genel Kurul Öncesinde Şirket Dokümanları Merkezde ve İnternette Tutuluyor mu?

Bu maddede genel kurul öncesinde faaliyet raporu, mali tablo ve raporlarını sadece şirket merkezinde tuttuğunu açıklayan şirketlere 0,5, hem şirket merkezi hem de internette tuttuğunu belirten şirketlere ise 1 değeri verilmiştir. Bu konuda herhangi bir açıklamada bulunmayan şirketlere ise 0 notu verilmiştir.

Şirketlerin çoğunluğunun genel kurul toplantısı öncesinde faaliyet raporu, mali tablo ve raporlarını şirket merkezinde tuttukları görülmektedir.²⁴ 2004 yılında araştırmaya konu olan 215 şirketten sadece 47'si yani yüzde 21,8'i ilgili belgeleri genel kurul öncesinde hem şirket merkezinde hem de internette tuttuğunu beyan etmiştir. SPK'ya (2004), göre tüm İMKB şirketlerinin yüzde 24,7'si genel kurul öncesinde gerekli dokümanlarını elektronik ortamda tutmaktadır. Bu da bu çalışmadaki bulgulara yakın bir orandır.

Ancak 2009 yılına gelindiğinde internete de doküman koyan şirket sayısı 88'e çıkmaktadır. 2004-2009 döneminde şirketin faaliyet sonuçlarını gösteren dokümanları genel kurul öncesinde internete de koyan şirket sayısında yüzde 87 artış yaşanmıştır. Artış yaşanmasına rağmen 2009 yılında bile şirketlerin sadece yüzde 41'inin ilgili belgeleri genel kurul toplantısı öncesinde internete koyması

²⁴ Bu araştırmada her maddede olduğu gibi şirketlerin kurumsal yönetim ilkeleri uyum raporlarındaki beyanlar kullanılmaktadır. Eksik beyanlar nedeniyle durum olduğundan daha kötü yansımış olabilir. Ancak böyle bir durumun var olması durumunda da şirketlerin kamuyu yeterince bilgilendiremedikleri gibi bir sonuç çıkmaktadır.

düşük bir oran olarak görülebilir. Ayrıca 2009 yılında 9 şirketin hiçbir beyanı bulunmamaktadır. Bu çerçevede eksik beyan riski bulunmaktadır.

2004 yılı itibariyle faaliyet raporu, mali tablolar gibi bilgilerini hem şirket merkezinde hem de internet sitesine koyan şirketlerin oranının İMKB 30 şirketlerinde bile yüzde 35 olduğu, bu oranın Gözaltı Pazarı'nda işlem gören şirketlerde sifıra kadar düştüğü görülmektedir. SPK (2004) ise bu oranı İMKB 30 şirketlerinde yüzde 46'ya çıkarmaktadır. Ulusal Pazar'da bilgilerini genel kurul öncesinde internet sitesinde yayınlayan şirketlerin oranı yüzde 23 iken bu oran İkinci Ulusal Pazar'da yüzde 17'ye düşmektedir.

2009 yılına gelindiğinde şirketin faaliyet sonuçlarını gösteren bilgileri internet sitesinde genel kurul öncesinde yayınladığını beyan eden şirketlerin oranı İMKB 30 şirketlerinde yüzde 59'a, İMKB 100 şirketlerinde ise yüzde 57'ye çıkmaktadır.

Bu alanda en büyük gelişmeyi yüzde 205'lik artışla İMKB 30 dışında kalan 100 şirketlerinin gösterdiği, onu yüzde 129'luk artışla İkinci Ulusal şirketlerinin izlediği görülmektedir. En düşük artışın yaşandığı grup ise yüzde 69'luk artışla İMKB 30 şirketleri olmuştur.

4.1.6 Genel Kurul Toplantıları Ortaklar Dışındakilere Açık mı?

Genel kurul toplantılarının söz hakkı olmaksızın menfaat sahiplerine ve medyaya açık olduğunu beyan eden şirket sayısı 115 tanedir. Bu da 215 şirket içerisinde yüzde 53'e denk gelmektedir. Yıllar itibariyle 115 olan şirket sayısında bir değişiklik gerçekleşmemiştir.

Değişik pazarlarda ve endekslerde bulunan şirketler incelendiğinde Gözaltı Pazarı'ndaki şirketlerin genel kurullarının açık olduğuna ilişkin beyanda bulunmadıkları görülüyor. İkinci Ulusal Pazar'da yer alan şirketlerin yüzde 39'u genel kurulların dışarıya açık olduğunu beyan ederken, bu oranın Ulusal Pazar şirketlerinde yüzde 57'ye yükseldiği görülmektedir. İMKB 100 şirketlerinde ise

genel kurullarının menfaat sahiplerine ve medyaya açık olduğunu belirten şirketlerin oranı yüzde 64'e çıkmaktadır.

İMKB 100 şirketlerinin Ulusal Pazar şirketlerinden daha iyi olması Ulusal Pazar şirketlerinin İkinci Ulusal Pazar şirketlerinden bunların da Gözaltı Pazar şirketlerine göre daha iyi bir orana sahip olmaları doğal karşılanmaktadır.

Ancak İMKB 30 şirketleri ile 30 dışında kalan 100 şirketlerine bakıldığında, genel kurulları ortaklar dışındakilere açık olan şirketlerin oranının İMKB 30 şirketlerinde yüzde 55, 30 dışında kalan 100 şirketlerinde ise yüzde 67 olması şaşırtıcıdır.

4.1.7 Önemli Şirket Kararları için Genel Kurul Onayı Zorunlu mu?

215 şirket arasında 11 tanesi²⁵ yani tüm şirketlerin yüzde 5'i önemli tutarda malvarlığı alımı satımı, kiralanması gibi konulardan birinin genel kurulda alınmasına yönelik esas sözleşmede hüküm bulunduğunu beyan etmiştir. SPK (2004) da önemli tutarda maddi/maddi olmayan varlık alım satımı için şirketlerin yüzde 95'inde yönetim kurulu kararı ile alındığına işaret etmektedir.

4.1.8 Genel Kurul Toplantı İlanları Elektronik Ortamda da Yapılıyor mu?

Genel kurul toplantısından önce elektronik ortamda genel kurullarını ilan edip genel kurul toplantı gündemini ve vekalet formlarını internete koyduğunu beyan eden şirket sayısı beklentilerin altında kalmaktadır. 2004 yılında 47 şirket genel kurul öncesi ilanları internette yaptığını beyan etmiş, 2009 yılına gelindiğinde ise bu sayı 96'ya yükselmiştir. 2004-2009 döneminde sayıda yüzde 104'lük artış yaşanmasına rağmen, tüm şirketlerin ilanlarını internet sitesinden yapmaması, maliyeti sıfır olduğu düşünüldüğünde şaşırtıcıdır. Öte yandan her soruda olduğu gibi bu soruda da beyan eksikliği riski bulunmaktadır.

²⁵ Bu şirketler Aselsan, Doğan Yayın Holding, Eczacıbaşı İlaç, Galatasaray, Hürriyet, Logo Yazılım, Tofaş Otomotiv Sanayi, Tüpraş, Türk Traktör, Prymsian Kablo ve Turcas Petroldür.

Genel kurul toplantılarının internette ilan eden şirketlerin oranı açısından doğal beklentilere uygun olarak en altta yer alan Gözaltı Pazar'ından en elit şirketlerin yer aldığı İMKB 30 şirketlerine uzanan skalada her aşamada genel kurul ilanlarını internette ilan eden şirketlerin oranlarının yükseldiği görülmektedir. Ancak 2004 yılında en elit şirketlerin bulunduğu İMKB 30'da bile şirketlerin yüzde 42'sinin genel kurul ilanlarını internette yaptıklarını beyan ettikleri görülüyor.

Bu oran İMKB 30 şirketleri için 2009 yılına gelindiğinde yüzde 73'e yükselmiştir. 2004 yılında İMKB 100 şirketleri için yüzde 33 olan oran 2009 yılına gelindiğinde yüzde 64'e yükselmiştir. İMKB 100 dışında kalan Ulusal Pazar şirketlerinde ise bu oran 2009 yılında yüzde 35'te kalmaktadır. 2009 yılı itibariyle ilanlarını internette yaptıklarını belirten şirket sayısı İkinci Ulusal Pazar'da yüzde 35, Gözaltı Pazar'ında ise yüzde 17'dir.

Nominal olarak geride kalmalarına rağmen, 2004-2009 döneminde yüzde 218'lik artışla en büyük aşamayı da İkinci Ulusal Pazar şirketlerinin gösterdikleri görülmektedir. İMKB 30 dışında diğer gruplar yüzde 100 civarında bir yükseliş kaydetmişlerdir. İMKB 30 şirketleri ise yüzde 74'lük artışla genel kurul ilan yapan şirket oranını en az artıran grup olmuştur.

4.1.9 Pay Sahiplerinin Genel Kurulda Soru Sorma Hakkı Var mı?

İncelenen 215 şirketten 205'i pay sahiplerinin genel kurul toplantılarında soru sorma haklarının bulunduğunu belirtmişlerdir. 2004-2009 döneminde yıllar itibariyle bu sayıda bir değişiklik gerçekleşmemiştir. Bu yönde beyanda bulunmayan 10 şirketin tamamı Ulusal Pazar şirketi olup içlerinden sadece ikisi İMKB 100 şirkettir.

SPK (2005), şirketlerin yüzde 66'sının genel kurulda pay sahiplerinin soru sorma haklarını kullanıp kullanmadığı hakkında bilgiyi, yüzde 42'sinin genel kurulda pay sahipleri soru sorma haklarını kullanmış ise bu sorulara cevap verilip verilmediği hakkında bilgi verdiğini ifade etmektedir.

4.1.10 Genel Kurul Gündeminde Teklifler Ayrı Başlık Altında mı?

İncelemeye konu olan tüm şirketlerin genel kurul gündeminde her teklifi ayrı başlık altında kullanmaya ve diğer ve çeşitli gibi ibareleri kullanmamaya özen gösterdikleri görülmektedir. Kobirate (2012) ise İMKB 100 şirketlerinin yüzde 90'ının, İMKB 30 şirketlerinin ise yüzde 93'ünün bu şarta uyduğunu belirtmiştir.

4.1.11 Genel Kurul Toplantı Tutanaklarına İnternette Erişilebiliyor mu?

2004 yılında incelenen 215 şirketin sadece yüzde 35'i genel kurul tutanaklarının internet sitesinde erişilebilir durumda tuttuğunu belirtirken, bu oran 2009 yılına gelindiğinde yüzde 67'ye ulaşmıştır. Genel kurul tutanaklarını internete koyduklarını beyan eden şirket sayısının en çok 2005 yılında yükseldiği (yüzde 35), 2006 ve 2007 yıllarında da yüzde 10'un biraz üzerinde artış yaşandıktan sonra artış hızının gerilediği görülmektedir.

2004 yılında Ulusal Pazar şirketlerinin yüzde 38'inin internet sitesinde genel kurul tutanakları olduğu beyan edilirken, İkinci Ulusal Pazar'da bu rakam yüzde 22'ye Gözaltı Pazar'ında ise sıfıra düşmektedir. Ulusal Pazar içinde ise İMKB 100 şirketlerinin 2004 yılında yaklaşık yarısının internet sitesinde genel kurul tutanakları bulunurken, İMKB 30 şirketlerinde bu oran yüzde 58'e çıkmaktadır. Ancak 2004 yılında İMKB 100 dışı şirketlerin ortalamasının İkinci Ulusal ortalamasına yakınlaştığı görülmektedir.

2009 yılına gelindiğinde ise 2004 yılında İMKB 30 dışı 100 ile İMKB 30 şirketlerinin arasında bulunan yaklaşık yüzde 32'lik farkın kapandığı görülmektedir. 2009 yılında İMKB 30 dışında yer alan 100 şirketlerinin yüzde 79'unda, İMKB 30 şirketlerinin ise yüzde 77'sinde genel kurul tutanaklarının internet sitesinde tutulduğu beyan edilmiştir. Öte yandan 2009 yılında İMKB 100 dışındaki Ulusal Pazar şirketlerinin ortalaması yüzde 63 olurken İkinci Ulusal Pazar'da ise bu oran yüzde 56'ya gerilemektedir. Gözaltı şirketlerinde ise yalnız bir şirket genel kurul tutanaklarını koymaya başladığından büyük bir değişiklik yaşanmamıştır.

2004-2009 döneminde en yüksek gelişmeyi yüzde 155 ile İkinci Ulusal Pazar şirketleri gösterirken, bunu yüzde 133'lük artışla İMKB 100 dışında kalan Ulusal Pazar şirketleri göstermişlerdir. İMKB 30 dışında kalan 100 şirketleri aynı dönemde yüzde 82'lik bir artış yaşarken, İMKB 30 şirketlerindeki artış yüzde 33'te kalmıştır.

4.1.12 Oy Haklarında İmtiyaz Bulunmakta mıdır?

Oy haklarında imtiyaz verisini incelerken, kurumsal yönetim ilkeleri uyum raporlarında ilgili bir ifade bulunmadığı durumda çoğunlukla şirketlerin esas sözleşmeleri incelendiğinden, hem de şirketlerin esas sözleşmelerindeki imtiyazlarda sık değişiklik yapmamalarının da etkisiyle, 2004-2009 döneminde oy haklarında imtiyaz bulunmayan şirket sayısında büyük bir değişiklik yaşanmamıştır.

Buna göre oy haklarında imtiyaz bulunmayan şirket sayısı 2004 yılında 126 iken bu rakam 2006 yılında 128'e, 2009 yılında ise 129'a yükselmiştir²⁶. Öte yandan 2009 yılında incelenen 215 şirketten 86'sında yani yüzde 40'ının oy haklarında imtiyaz bulunması dikkat çekici bir orandır. Halka açık şirketlerde oy haklarında imtiyazın bu derece yaygın olması sermaye piyasaları açısından olumsuz bir faktördür.

SPK (2004), oy hakkında imtiyazı niteliğine göre ayrıntılı olarak incelemiş olup tüm İMKB şirketlerinin yüzde 42,5'inde bulunan yönetim kuruluna aday göstermede imtiyaz hakkının en yaygın imtiyaz olduğunu ortaya koymuştur. SPK (2005) ise oy haklarında imtiyaz bulunan şirket oranını yüzde 35 olarak vermektedir. İyışirket (2006) İMKB 100 şirketlerinin yüzde 60'ında kar payı imtiyazı dışında imtiyazlar bulunduğu tespitini yapmıştır.

Oy haklarında imtiyaz bulunmayan şirketler İMKB'de işlem gördükleri pazarlar ve bulundukları endeksler çerçevesinde incelendiğinde, daha önce incelenen diğer

²⁶ 2006 yılında Emniş Ambalaj ve Marshall Boya, 2009 yılında ise Afyon Çimento oy haklarındaki imtiyazları kaldırmışlardır.

kurumsal yönetim kriterlerinden farklı bir tablo ortaya çıkmaktadır²⁷. Buna göre İkinci Ulusal Pazar'da işlem gören şirketlerin yüzde 78'inde oyda imtiyaz bulunmamaktadır. Ulusal Pazar'da işlem gören şirketlerin ise yüzde 59'unda oyda imtiyaz bulunmamaktadır.

Ulusal Pazar içindeki ayırma bakıldığında ise İMKB 100 dışında kalan şirketlerin yüzde 67'sinde oy hakkında imtiyaz yokken, bu oran İMKB 100 şirketlerinde yüzde 49'a düşmektedir. SPK (2006) İMKB 100 şirketlerinde imtiyazlı paya sahip şirketlerin oranını yüzde 51 olarak açıklamaktadır.

Öte yandan İMKB 30 şirketlerinin yüzde 64'ünde oy hakkında imtiyaz bulunmamakta olduğu göz önüne alındığında İMKB 100 ortalamasını 30 dışında kalan şirketlerin düşürdüğü görülmektedir: bu şirketlerin yüzde 57'inde oy hakkında imtiyaz bulunmaktadır.

4.1.13 Pay Sahibi Olmayan Kişi Vekaleten Oy Kullanabiliyor mu?

Bu maddenin cevabı 215 şirketin esas sözleşmelerinden elde edildiği için zaman itibariyle bir değişim yaşanmamaktadır. Yapılan incelemede 181 şirketin esas sözleşmesinde pay sahibi olmayan kişinin temsilci olarak vekaleten oy kullanmasına izin verildiği tespit edilmiştir. Yani şirketlerin sadece yüzde 16'sının esas sözleşmesinde pay sahibi olmayan kişinin temsilci olarak vekaleten oy kullanmasına izin verildiğine ilişkin bir madde bulunmamaktadır.

Pazarlar ve endeksler itibariyle bakıldığında Gözaltı Pazar'ı ve İkinci Ulusal Pazar'da, esas sözleşmesinde ilgili madde bulunan şirketlerin oranı yüzde 60'lara düşerek genel ortalamanın (yüzde 84) oldukça altında kaldığı görülmektedir. Ulusal Pazar bunun doğal sonucu olarak yüzde 87 ile genel ortalamanın üstüne çıkmaktadır.

²⁷ Bu çalışmada yatırım ortaklıkları ve gayrimenkul yatırım ortaklıkları dahi edilmemiştir. Söz konusu şirketlerin dahil edilmesi oranlarda değişikliğe yol açabilir.

Ancak sürpriz temel endeksler incelendiğinde ortaya çıkmaktadır. İMKB 100 dışı şirketlerde esas sözleşmelerinde pay sahibi olmayanların temsilci olarak vekaleten oy kullanabileceklerine ilişkin madde olan şirketlerin oranı yüzde 91'e ulaşmaktadır. İMKB 100 şirketlerinde ise bu oran yüzde 81'e düşmektedir. En çok dikkat çeken ise bu oranın İMKB 30 şirketlerinde yüzde 69'a gerilemesidir.

Kobirate (2012) "pay sahibi olmayan kişinin temsilci olarak vekaleten oy kullanmasını engelleyen hükümler ana sözleşmede bulunuyor mu" şeklinde bir soruyu araştırdığında İMKB 100 şirketlerinin tamamına yakınında böyle bir madde olmadığı sonucuna varmıştır. Ancak bu çalışmada ise "şirketlerin esas sözleşmesinde pay sahibi olmayan kişinin temsilci olarak vekaleten oy kullanmasına imkan veren bir madde bulunuyor mu" şeklinde bir araştırma yapılmıştır.

4.1.14 Azınlık Payları Yönetimde Temsil Edilmekte midir?

Kurumsal yönetim ilkelerine uyum raporlarında yapılan incelemede, azınlık paylarının yönetimde büyük bir çoğunlukla temsil edilmediği görülmektedir. Sadece 4 şirkete ilişkin olarak azınlık paylarının temsil edildiğine yönelik not verilmiştir: bunlar Denizbank, Finans Finansal Kiralama, Türk Hava Yolları ve Tüpraş'tır.

4.1.15 Birikimli Oy Kullanma Yöntemine Yer Verilmekte midir?

Hali hazırda 215 şirket içinde birikimli oy kullanma yöntemine yer verdiğini belirten şirket bulunmamaktadır. SPK (2004) yönetim kurulu üyelerinin seçiminde birikimli oy kullanmaya yönelik esas sözleşmesine hüküm bulunmayan şirket oranını yüzde 99 olarak, İMKB 30 şirketleri için yüzde 100 olarak belirlerken, SPK (2006) İMKB 100 şirketlerinin hiçbirinde birikimli oy kullanma bulunmadığını ifade etmektedir.

Kobirate (2012) ise İMKB 30 şirketlerinde bu yönde bir düzenleme olmadığını, İMKB 100 şirketlerinin ise yüzde 2'sinde bu yönde bir düzenleme olduğunu bildirmektedir.

4.1.16 Şirket Karına Katılım Konusunda İmtiyaz Bulunmakta mıdır?

Şirket karına katılım konusunda veri toplarken çoğunlukla esas sözleşmeler kullanılmış, ancak kurumsal yönetim ilkelerine uyum raporlarında bu konudaki değişiklik yapıp yapılmadığına ilişkin ipuçlarına bakılmıştır. Bu çerçevede bu veride de yıllar itibarıyla çok küçük bir değişiklik yaşanmıştır. 2008 yılına kadar 159 şirketin esas sözleşmesinde kar dağıtım konusunda imtiyaz bulunmazken bu sayı 2008 yılında bir şirketin²⁸ esas sözleşme değişikliği yapması çerçevesinde 160'a çıkmıştır. Bu çerçevede esas sözleşmelerinde kar payı dağıtımında imtiyaz bulunan şirketlerin oranı incelemeye konu olan tüm şirketler içinde yüzde 26'dır. İmtiyaz bulunmayan şirketlerin oranı ise yüzde 74'tür.

SPK (2004) tüm şirketler içinde kar payında imtiyaz olan şirketleri oranını yüzde 12,5, İMKB 30 şirketleri içinde ise yüzde 19,2 olarak belirlemiştir. SPK (2005) ise kar payında imtiyaz olan şirketlerin oranını yüzde 19 olarak vermektedir. İyışirket (2006), İMKB 100 şirketlerinin yüzde 16'sında kar payında imtiyaz olduğu tespitini yapmıştır.

SPK çalışmaları da kar payında imtiyaz bulunan şirket oranı konusunda farklı bilgiler vermektedir. Ayrıca bu çalışmada şirketlerin esas sözleşmelerinde yönetim kurulu üyelerine yönelik kar payı dağıtımlarının da kar payında imtiyaz olarak kabul edilmesi, çalışma sonucunun farklı olmasında rol oynamış olabilir.

Öte yandan pazarlar ve endeksler açısından incelendiğinde değişik şirket grupları arasında kar payı imtiyazı olmayan şirketlerin oranının farklılaşmadığı ve homojen bir yapı sergilediği görülmektedir.

4.1.17 Şirketin Bir Kar Dağıtım Politikası Var mı?

Bu sorunun yanıtı aranırken kurumsal yönetim ilkelerine uyum raporlarında, "kar dağıtım" konusunda sermaye piyasası mevzuatına uygun bir şekilde hareket

²⁸ Dardanel.

edilecektir” gibi ifadeler yerine “nakit temettü dağıtılmayacaktır” veya “karın yüzde 50’si nakit olarak dağıtılacaktır” gibi daha açık kar dağıtım politikası açıklanıp açıklanmadığına dikkat edilmiştir. Ayrıca ilgili dönemde mevzuatın öngördüğü oranı, kar payı dağıtım politikası olarak açıklanması da, bir politika olarak kabul edilmemiştir.

Bu çerçevede bakıldığında 2004 yılında 32 şirketin açık kar politikası bulunurken 2009 yılına gelindiğinde bu sayı 62’ye ulaşmıştır. İki katına varan artışa rağmen, açık kar politikası açıklayan şirketlerin toplam içindeki payı düşüktür. Kar payı politikası olan şirketlerin toplama oranı 2004 yılında yüzde 15 iken bu oran 2009 yılında yüzde 29’a yükselmiştir.

2004 yılında kar payı politikası bulunan şirketler arasında yüzde 35 ile İMKB 30’un ön plana çıktığı görülmektedir. İMKB 100 şirketlerinde bu oran yüzde 24’tür. 2009 yılına gelindiğinde ise İMKB 30 şirketlerinin yarısının açık kar dağıtım politikası olduğu, 30 dışında kalan 100 şirketlerinde ise bu oranın yüzde 36’ya gerilediği görülmektedir. İkinci Ulusal Pazar ve Gözaltı Pazar’daki şirketlerin bu alanda çok geride kaldığı görülmektedir. 2004-2009 döneminde bu alanda en büyük ilerlemeyi yüzde 136’lık artışla İMKB 100 dışında kalan Ulusal Pazar şirketleri göstermişlerdir.

Öte yandan SPK’ya (2004) göre 2004 yılında tüm şirketler içinde kar dağıtım politikası olanların oranı yüzde 25, İMKB 30 şirketleri için yüzde 61’dir. SPK (2005) ise kar payı dağıtım politikası olan şirketlerin oranını yüzde 59 olarak belirlemiştir. Kobirate (2012) ise İMKB 100 şirketleri için bu oranı yüzde 83 olarak belirlemiştir. Bu oranlar da bu çalışmada tüm şirketler için bulunan yüzde 14,8, İMKB 30 için bulunan yüzde 35’lik oranların çok üzerindedir. Bu çalışmada bu bölümün ilk paragrafında açıklandığı gibi birçok şirketin kurumsal yönetim uyum raporlarında açıkladığı kar dağıtım politikasının tanımı kabul edilmemiştir.

4.1.18 Kar Payı Avansı Verilmekte midir?

Bu sorunun cevabı aranırken şirketlerin en son esas sözleşmeleri kullanılmıştır. Bu nedenle 2004-2009 döneminde, kar payı avansı veren şirket sayısı açısından farklılık bulunmamaktadır. Toplam 52 şirketin esas sözleşmesinde kar payı avansı verilmesine imkan tanıyan madde olduğu tespit edilmiştir. Bu da 215 şirket içinde yüzde 24'lük bir orana tekabül etmektedir.

Esas sözleşmelerinde kar payı avansı verilmesine imkan veren madde olan şirket sayısı oranının en yüksek olan grubun yüzde 38 ile İMKB 30 dışında kalan 100 endeksi şirketleri olduğu görülmektedir. İMKB 30 şirketlerindeki oran ise yüzde 27 ile genel Ulusal Pazar ortalamasına yaklaşmaktadır. İkinci Ulusal Pazar şirketleri ise yüzde 17'lik oran ile bu alanda da geride kalmaktadırlar.

4.1.19 Kar Dağıtımı Yasal Süreler İçinde Gerçekleştirilmekte midir?

Bu sorunun cevabı aranırken de kurumsal yönetim ilkelerine uyum raporlarına bakılmış ancak kar dağıtımının yasal süreler içinde gerçekleştirilmediğine ilişkin bir açıklamaya rastlanılmamıştır. Bu çerçevede tüm şirketlere tam not verilmiştir.

4.1.20 Payların Devrini Kısıtlayan Hükümler Var mıdır?

Pay devrini kısıtlayan hükümler şirketlerin esas sözleşmelerinde bulunmaktadır²⁹ ve esas sözleşmelerde de sık değişiklik yapılmadığı için bu veri de zaman içinde büyük değişim gösteren bir veri olmamıştır. Bu verinin hesaplanmasında esas sözleşmelerin son halleri kullanılırken, kurumsal yönetim ilkelerine uyum raporlarından da olası değişikliklere ilişkin ipuçları yakalanmaya çalışılmıştır.

²⁹ Bu hükümler doğrudan olarak borsada işlem gören hisse senetleri için değil, borsada işlem görmeyen büyük ortakların ellerindeki paylara yöneliktir. Bu çerçevede çoğunlukla devir kısıtlaması olan şirketlerde imtiyazlı hisse senetleri de bulunmaktadır.

2004 yılında esas sözleşmesinde pay devrini kısıtlayan hüküm bulunmayan şirket sayısı 158 iken bu sayı 2009 yılına gelindiğinde 161'e ulaşmıştır³⁰. Bu çerçevede 2009 itibarıyla 54 şirketin (toplam içindeki payı yüzde 25) esas sözleşmesinde pay devrini kısıtlayan hükümler bulunmaktadır. SPK (2004) göre ise esas sözleşmesinde pay devri bir şarta tabi şirketlerin oranı tüm şirketler içinde yüzde 23 iken, bu İMKB 30 şirketlerinde yüzde 27'ye yükselmektedir. SPK (2005) ise esas sözleşmesinde pay devrini kısıtlayan şirketlerin oranını yüzde 25 olarak belirlemektedir. Kobirate (2012) İMKB 100 şirketleri için bu oranı 38 olarak vermiştir.

Pazarlar ve endeksler çerçevesinde farklı bir dağılım olup olmadığına bakıldığında, sürpriz bir şekilde incelemeye konu olan Gözaltı Pazar'ı şirketlerinde pay devrini kısıtlayan hükümler olmadığı, ancak Ulusal Pazar'da bu oranın yüzde 74'e düştüğü görülmektedir. Ancak İkinci Ulusal Pazar şirketlerinde ise pay devri kısıtlaması olmayan şirketlerin oranı yüzde 69 ile Ulusal Pazar'ın gerisinde kaldığı görülmektedir.

Ulusal Pazar içindeki dağılıma bakıldığında ise İMKB 100 dışı şirketlerin sürpriz bir şekilde yüzde 80'lik oranla Göz Altı Pazarı şirketlerinden sonra pay devrini en az kısıtlayan şirketler grubu olduğu görülüyor. Bu oran İMKB 100 şirketlerinde yüzde 64'e gerilemektedir. İMKB 30 şirketlerinde ise yüzde 68'lik oranla durum çok düzelmemektedir.

4.2 KAMUYU AYDINLATMA ŞEFFAFLIK

4.2.1 Kamuyu Aydınlatma Bildirimi İçin İki Yöneticinin İsmi Açıklanmış mı?

İMKB'de işlem gören şirketlerin tüm açıklamaları doğal olarak yöneticilerin imzaları ile açıklanmaktadır. Ancak bu araştırmada kurumsal yönetim ilkeleri uyum raporlarında yöneticilerin isimlerinin ilgili bölümde açıklanıp açıklanmadığına

³⁰ 2006 yılında Eminiş Ambalaj ve Zorlu Enerji, 2009 yılında ise Afyon Çimento pay devirlerine ilişkin kısıtlamaları kaldırmışlardır.

bakılmıştır. Bu çerçevede aşağıdaki veriler şirketlerin kamuyu yeterli olarak aydınlatamadığının bir işareti olarak değerlendirilmelidir.

2004 yılında 70 şirket kurumsal yönetim ilkelerine uyum raporlarında kamuyu aydınlatmasından sorumlu ve imza yetkisine sahip iki yönetici ismini açıklarken, bu sayı 2009 yılında sadece 76'ya çıkmıştır. Bu çerçevede 2009 itibariyle şirketlerin yüzde 65'i kurumsal yönetim ilkelerine uyum raporlarında bu açıklamaları gerçekleştirmemektedirler.

Gözetli Pazarı, Ulusal Pazar, İMKB 100 ve dışında kalanlar İMKB 30 dışı 100 gibi gruplarda yer alanlardaki oranlar genel ortalamaya yakındır.

Bu alanda ön plana çıkan iki grup bulunmaktadır: İMKB 30 şirketlerinin neredeyse yarısı kamunun aydınlatılmasından sorumlu imza yetkisine sahip yönetici ismini açıklamaktadır. Bu oran İkinci Ulusal Pazar'da ise yüzde 28'e düşmektedir.

Diğer taraftan SPK (2004) kamunun aydınlatılmasında yapılacak bildirimlerden sorumlu ve imza yetkisine haiz iki yöneticinin bulunduğu şirketlerin oranını yüzde 97 olarak açıklamıştır. Bu çalışmada bulunan yüzde 35'lik oranla oluşan büyük fark, şirketlerin bu yöneticileri Kurumsal Yönetim İlkeleri Uyum Raporları'nda açıklamamış olmasından kaynaklanmaktadır. Bu da bu çalışmada kamuyu aydınlatmada bir eksiklik olarak değerlendirilmektedir.

4.2.2 Kamuyu Aydınlatmaya Yönelik Personel Görevlendirildi mi?

Bu soru cevaplanırken, kurumsal yönetim ilkeleri uyum raporunda ilgili bölümdeki açıklamanın yanı sıra pay sahipleri ile ilişkilerle sorumlu bir kişinin belirlenmiş olması da yeterli sayılmıştır.

Bu çerçevede İMKB şirketlerinin büyük çoğunluğunun kamuyu aydınlatmadan sorumlu bir personel görevlendirdiğini görüyoruz. 2009 yılı itibariyle incelemeye konu olan şirketlerin sadece yüzde 6'sı pay sahipleri ile ilişkiler ve kamuyu

aydınlatma ile ilgili bir personel görevlendirildiği açıklamamıştır. Yıllar itibariyle de büyük bir değişiklik yaşanmamıştır. Öte yandan SPK (2004) münhasıran kamuyu aydınlatma ile ilgili hususları gözetmek ve izlemekle görevli personeli olmayan şirketlerin oranını yüzde 32 olarak ortaya koymaktadır. Tabi kamuyu aydınlatmadan sorumlu personel tahsis etmeyen şirketlerin kamuyu nasıl aydınlattıkları sorusu ortaya çıkmaktadır.

Ancak personel görevlendirip görevlendirmedini açıklamayan şirketler Gözaltı Pazarı ve İkinci Ulusal Pazar şirketleri olmayıp çoğu Ulusal Pazar'da işlem gören ancak İMKB 100 endeksinde olmayan şirketlerdir.

4.2.3 Şirketin Bilgilendirme Politikası Var mı?

Bilgilendirme politikasının olup olmadığı araştırılırken ayrıntılı bir bilgilendirme politikası olan şirketlere 1 değeri verilirken, bilgilendirme politikası olmakla birlikte kısa bir açıklama yapılması durumunda ise 0,5 değeri verilmiştir. Hiçbir açıklama olmaması veya mevzuata uygun hareket edildiğinin açıklandığı durumlarda ise 0 değeri verilmiştir.

Bilgilendirme politikasının kurumsal yönetim alanında önemli gelişme sağlanan alanlardan biri olduğu görülüyor. 2004 yılında bilgilendirme politikası olduğu konusunda bilgi vermeyen şirket sayısı 190 iken (şirketlerin yüzde 88'i) bu sayı 2009 yılına gelindiğinde 69'a (şirketlerin yüzde 32'si) gerilemiştir. Bu durumda 2004 yılında bilgilendirme politikası olduğunu açıklayan şirketlerin oranı tüm şirketler içinde yüzde 12 iken, İMKB 30 şirketlerinde yüzde 27'dir.

SPK (2004) 2004 yılında bilgilendirme politikası olan şirketlerin oranını yüzde 23, İMKB 30 şirketleri için ise yüzde 31 olarak açıklamıştır. SPK (2005) bilgilendirme politikasını kamuya açıkladığını belirten şirketlerin oranını ise yüzde 49 olarak vermektedir. İyışirket (2006) ise İMKB 100 şirketlerinin yüzde 31'inde, Kobirate (2012) ise yüzde 84'ünde bir bilgilendirme politikası olduğunu belirtmektedir.

Çok az sayıda şirketin bilgilendirme politikası konusunda açıklama yaptığı 2004-2005 dönemi aynı zamanda bilgilendirme politikası konusunda bilgi vermeye başlayan şirket sayısının en çok arttığı dönemlerden biri olmuştur. Ancak sayı sadece 11'den 24'e çıkmıştır. Bilgilendirme politikası alanında en büyük gelişmenin ise 2009 yılında yaşandığını görüyoruz. Ayrıntılı bilgilendirme politikasını açıklayan şirket sayısı 2009 yılında yüzde 131 artarak 132'ye çıkmıştır. Kapsamlı olmamakla birlikte bilgilendirme yaklaşımı konusunda açıklamada bulunan şirket sayısı ise 2004-2009 döneminde 14-19 aralığında seyretmiştir.

2004 yılında Ulusal Pazar ve İkinci Ulusal Pazar açısından büyük bir farklılık bulunmamaktadır. Şirketlerin yüzde 12'si bilgilendirme politikaları hakkında bilgi vermişlerdir. Ancak Gözaltı Pazar şirketlerinde bilgilendirme politikaları konusunda bilgi veren şirket bulunmamaktadır. Ulusal Pazar içinde ise yine 2004 yılında İMKB 30 şirketlerinde bu oran yüzde 27'ye yükselmektedir. İMKB 30 dışı 100 şirketlerinde de bilgilendirme politikaları konusunda bilgi veren şirketlerin oranı yüzde 12'dir. Sonuç olarak 2004 yılında olumlu anlamda İMKB 30, olumsuz anlamda Gözaltı Pazar şirketleri ayrılmaktadır.

2009 yılına gelindiğinde İMKB 30 şirketlerinin neredeyse tamamının bilgilendirme politikalarını açıkladıklarını görüyoruz. İMKB 30 dışı 100 şirketlerinin ise yüzde 82'si bilgilendirme politikaları konusunda açıklama yapmışlardır. İMKB 100 dışı ve İkinci Ulusal Pazar şirketlerinin yüzde 60 civarında bir kısmı bilgilendirme politikaları konusunda bilgi vermişlerdir. Bu oran Gözaltı Pazar'ında yüzde 17'ye düşmektedir. Bu çerçevede Gözaltı Pazar şirketlerinin oldukça olumsuz bir biçimde ayrıştıkları görülüyor.

Diğer taraftan yine İMKB 30 şirketlerinin yüzde 91'i tam anlamıyla bir bilgilendirme politikası açıklarken, 30 dışı 100, İMKB 100 dışı ve İkinci Ulusal Pazar şirketlerinde bu oran sırasıyla yüzde 73, yüzde 53 ve yüzde 56'dır.

2004-2009 döneminde kapsamlı bilgilendirme politikası açıklayan şirketler açısından en önemli aşamayı gösteren grup yüzde 2550'lik artışla İMKB 100 dışı şirketlerdir. İMKB 30 dışı 100 şirketlerinde ise yüzde 1117'lik bir artış yaşanmıştır.

4.2.4 Etik Kuralları Oluşturularak Kamuya Açıklandı mı?

Bu soruya not verirken, etik kuralları olan, ama kamuya açıklamamış şirketlere 0,5, hem etik kuralları olan hem de kamuya açıklamış şirketlere ise 1 değer verilmiştir. Etik kurallar konusunda hiçbir açıklamada bulunmamış şirketlere ise 0 değeri verilmiştir.

2004 yılında şirketlerin yüzde 63'ü etik kurallar konusunda açıklamada bulunmazken, 2009 yılında bu oran yüzde 49'a gerilemiştir. Bu da bu alanda ya açıklama eksikliği olduğuna, ya da kat edilecek mesafe olduğuna işaret etmektedir. Etik kuralları olan şirketlerin sayısı 2004 yılındaki yüzde 37 oranından 2009 yılında yüzde 51'e yükselmiştir. Öte yandan hem etik kuralları olan hem de bunu açıklamış olan şirketlerin oranı yüzde 15'tir. SPK (2004) ise şirketlerin yüzde 44'ünün çalışanlar için etik kurallar belirlemediğini İMKB 30 için bu oranın yüzde 35 olduğunu, etik kuralları kamuya açıklamayan şirketlerin ise tüm şirketlerde yüzde 89, İMKB 30 şirketlerinde ise yüzde 81 olduğunu belirtmiştir. SPK (2005) şirketlerin yüzde 74'ünün etik kurallar oluşturduğunu, ancak şirketlerin yalnızca yüzde 34'ünün bu kuralları açıkladığını belirtmiştir. Kobirate (2012) etik kurallarını kamuya açıklayan İMKB 100 şirketlerinin oranını yüzde 73 olarak vermektedir.

2004 yılında Ulusal Pazar şirketlerinde etik kurallar belirleyenlerin toplama oranı yüzde 37'dir. Bu oran İkinci Ulusal Pazar'daki yüzde 34'lük orana yakındır. Öte yandan Ulusal Pazar içinde İMKB 100 endeksi şirketlerinde etik kural belirleyenlerin oranı yüzde 48'e yükselmektedir. Ancak İMKB 100 dışı Ulusal Pazar şirketleri yüzde 29 ile ikinci Ulusal Pazar şirketlerinin bile gerisinde kalmaktadır. Diğer taraftan yine 2004 yılında İMKB 30 şirketlerinin yüzde 61'inde etik kuralların belirlendiği görülmektedir.

2009 yılında ise İMKB 30 şirketlerinin yüzde 87'sinin etik kuralları belirlemiş olduğu, bu oranın 30 dışı İMKB 100 şirketlerinde yüzde 59'a gerilediği, İMKB 100 dışı Ulusal Pazar şirketleri ile İkinci Ulusal Pazar şirketlerinde ise yüzde 40'lı seviyelerde olduğu görülmektedir. Bu çerçevede etik kurallar açısından özellikle İMKB 30 şirketlerinin ve daha geriden gelecek şekilde İMKB 30 dışı 100 şirketlerinin, bunların dışındaki İMKB şirketlerinden önemli ölçüde ayrıştığı görülmektedir.

4.2.5 Özel Durum Açıklamalarına İlişkin Ek Açıklama İstendi mi?

Bu çalışmada kullanılan birçok kurumsal yönetim kriterinin aksine bu değişken şirketler açısından yıllar itibariyle değişiklik gösteren bir değişkendir. Yani bir şirketin açıklamaları için herhangi bir yıl ek açıklama istenirken, izleyen yılda istenmeyebilmektedir.

Yine de yıllar itibariyle şirketlerin özel haller açıklamalarına yönelik olarak istenen ek açıklama sayısının 2004-2009 döneminde düşüş eğiliminde olduğu görülmektedir. 2004 yılında 77 olan ek açıklama sayısının her yıl düştüğü ve 2009 yılına geldiğinde 41'e gerilediği görülmektedir. Yine de 2009'da bile şirketlerin yüzde 19'undan ek açıklama istendiği görülmektedir.

2004 yılında Gözaltı Pazarı'nda yer alan şirketlerde, ek açıklama istenen şirket sayısı yüzde 77 gibi çok yüksek bir orandadır. Diğer Pazar ve endeks şirketleri arasında büyük bir farklılık bulunmamaktadır; ek açıklama yapan şirket sayısı yüzde 30'lu seviyelerdedir.

2009 yılına gelindiğinde ise Gözaltı Pazar'ı şirketlerinde ek açıklama yapan şirket sayısında önemli bir düşüş yaşanmakla birlikte yine de Ulusal ve İkinci Ulusal Pazar'a göre daha yüksek seviyede bulunmaktadır.

Ulusal Pazar'da ek açıklama yapan şirket oranı İkinci Ulusal Pazar'ın biraz daha aşağısındadır. Ulusal Pazar içinde ise İMKB 100 dışı şirketlerin yüzde 14'lük oran ile en düşük ek açıklama istenen şirket oranına sahip olduğu görülmektedir. İMKB 100 şirketlerinde ise bu oran yüzde 24'e çıkmaktadır.

4.2.6 Özel Durum Açıklamalarına Yönelik Yaptırım Uygulandı mı?

Bu veri hesaplanırken tamamen şirketlerin kurumsal yönetim uyum raporlarındaki beyanlar kullanılmıştır. Bu çerçevede gerçek durum aşağıdaki durumdan daha farklı olabilir. Eldeki veriler çerçevesinde özel durum açıklamalarına yönelik uyarı alan şirket sayısının 2004-2009 döneminde düşüş eğiliminde olduğu görülüyor.

2004-2009 döneminde uyarı alan şirketler tamamı Ulusal Pazar şirketlerinden oluşuyor. 2004 yılında uyarı alan 10 şirketten 7 tanesi İMKB 100 endeksinde bulunan şirketler. 2005 yılında uyarı alan 4 şirketten 2 tanesi İMKB 100 endeksinde bulunuyor. 2006 yılında uyarı alan 5 şirketten, 3'ü İMKB 100 endeksinde, biri ise İMKB 30 endeksinde bulunuyor. 2007 yılında uyarı alan 2 şirketten biri İMKB 100 endeksinde biri, ise İMKB 30 endeksinde yer alıyor. 2008 yılında uyarı alan 2 şirketten biri İMKB 30 endeksinde yer alırken biri İMKB 100 dışı şirket. 2009 yılında uyarı alan 4 şirketten biri İMKB 100, ikisi İMKB 30, biri de İMKB 100 dışı şirketlerden oluşuyor. Bu veriler de İMKB 30 dahilinde bulunan şirketlerin bile özel haller açıklamaları çerçevesinde uyarı alabildiklerini gösteriyor.

4.2.7 Şirketin İnternet Sitesinde Yatırımcılarla İlişkiler Bölümü Var mı?

İnternet sitesinde yatırımcılarla ilişkiler bölümü olan şirket sayısının 2004 yılında 161 tane (tüm şirketler içinde yüzde 75) iken, 2009 yılına gelindiğinde 202'ye (tüm şirketler içinde yüzde 94) yükseldiği görülüyor. Yine de tüm şirketlerin internet sitelerinde yatırımcılar ile ilişkiler birimi bulunmaması bir eksikliktir. 2004-2009 döneminde internet sitesinde pay sahipleri bölümü bulunan şirket sayısı yüzde 25 artış göstermiştir.

2004 yılında Ulusal Pazar şirketlerinin yüzde 76'lık bir oranla İkinci Ulusal ve Gözaltı Pazar şirketlerine göre bir miktar daha ileride olduğu görülmektedir. Ulusal Pazar'da İMKB 100 şirketlerinin internet sitesinde yatırımcılar ile ilişkiler bölümü olan şirketlerin oranı yüzde 84'e çıkmaktadır. Yüzde 97'lik oranla en yüksek orana sahip grup ise İMKB 30 şirketleridir. SPK'ya (2004) göre internet sitesi olan şirketlerin oranı tüm şirketler için yüzde 84, İMKB 30 şirketleri için yüzde 100'dür. SPK (2005) ise internet sitesi olan şirketleri oranını yüzde 77 olarak vermektedir. Kobirate (2012) İMKB 100 şirketlerinin yüzde 98'inde internet sitesi bulunduğunu tespit etmiştir.

2009 yılına gelindiğinde Gözaltı Pazarı ve İkinci Ulusal Pazar'da internet sitesinde pay sahipleri bölümü bulunan şirketlerin oranı yüzde 80'lerde kalmakla birlikte Ulusal Pazar şirketlerinde bu oran yüzde 95'e çıkmaktadır. İMKB 100 dışı şirketlerde oran yüzde 97 iken, İMKB 30 dışı 100 şirketlerinde oranın yüzde 89'a düşmesi sürprizdir. İMKB 30 şirketlerinde oranın yüzde 100 olması şaşırtıcı değildir.

4.2.8 İnternet Sitesinde SPK Kurumsal Yönetim İlkelerindeki Maddeler Var mı?

Şirketlerin pay sahiplerine yönelik olarak internet sitelerinde hangi bilgileri bulundurdıklarını ve kamuyu aydınlatmayı ne kadar iyi yaptıkların tespit etmek üzere aşağıda ayrıntılı olarak incelenecek olan 12 kalem belirlenmiştir. Her bir kaleme 0,25 puan verilmiştir. Böylelikle bütün 12 kalemi bulunduran şirketlerin bu soruya ilişkin olarak alabilecekleri azami not 3'tür.

İncelenen 215 şirketin belirlenen asgari 12 kalemden yüzde kaçına yer verdiklerine bakıldığında yıllar itibariyle bir gelişim görülmektedir. 2004 yılında 215 şirketin 12 kriterin yüzde 40'ını bulundururken 2009 yılına gelindiğinde bu oranın yüzde 62'ye çıktığı görülmektedir. Bu çerçevede İMKB tüm şirketlerinin 2004'ten 2009'a

gelindiğinde internet sitelerini yüzde 55 geliştirdikleri görülmektedir³¹. SPK (2005) şirketlerin yüzde 72'sinin Kurumsal Yönetim İlkeleri'nde sayılan unsurların internet sitelerinde bulunduğunu açıklamıştır. SPK (2005) ise İMKB 100 şirketleri için bu oranı yüzde 92 olarak vermiştir.

Diğer taraftan internet sitelerinde en büyük gelişimin yüzde 28 ile 2005 yılında yaşandığı görülmektedir. 2006-2009 yıllarında ise internet sitelerinde yıllık ortalama yüzde 5,4'lük bir gelişim yaşanmıştır.

Öte yandan 2004 yılında bazı şirketlerin pay sahipleri ile ilgili bir internet sitesi olmadığı görülmektedir. Bu şirketler çıkarıldığında 2004 yılında şirketlerin internet sitelerinde ortalama 12 kriterden yüzde 57'sini bulundurduğu görülmektedir. İnternet sitesi olmayan şirketler çıkarıldığında genel ortalama yüzde 43 artmaktadır. İnternet sitesi olmayan veya pay sahibi ile ilişkiler bölümü olmayan şirketlerin sayısı yıllar itibariyle düşmüştür³². Bu çerçevede internet sitesi olmayan şirketler çıkarıldığında hesaplanan ortalama ile normal ortalama arasındaki fark azalmıştır.

2004-2009 döneminde hesaplanan kartiller aşağıda verilmiştir. Aşağıdan da görülebileceği medyan değerler 2004 yılında 42 iken 2009 yılında 67'ye çıkmıştır. En önemli gelişme 1. Kartil değerlerinde yaşanmış 2004 yılında 0 iken bu 2009 yılında 56'ya yükselmiştir. 3. Kartil değeri ise 2004 yılında 67 iken 2009 yılında 75'e yükselmiştir.

³¹ Şirketlerin internet sitelerindeki gelişim 2004-2009 döneminde gerçekte yüzde 55'ten daha yüksek olabilir. Çünkü internet sitelerine yönelik bilgi toplanırken, kurumsal yönetim uyum raporlarında internet sitelerindeki gelişimi ifade eden şirketlerde bu gelişim yıllar itibariyle notlara yansıtılırken, böyle bir bilgi vermeyen şirketlerde 2004 yılında çalışma yapılırken geçerli olan internet sitesindeki verilerin bulunduğu varsayılmıştır. Öte yandan bazı şirketlerin seçtiğimiz 12 asgari kriterin çok üzerinde başka verileri de içeren internet siteleri bulunmaktadır. Bu çalışmada internet sitelerinde yaklaşılmış olan bu ekstra kamuyu aydınlatma düzeyi de yansıtılmamaktadır.

³² İnternet sitesi olmayan veya pay sahibi ile ilişkiler bölümü olmayan şirket sayısı 2004 yılında 39, 2005 yılında 25, 2007 yılında 21, 2008 yılında 15, 2009 yılında ise 7'dir.

Tablo 4.1: İnternet Sitesinde Bulunan Kriterlerin Yüzdesine Göre Kartil Analizi

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
1. Kartil	0	25	33	42	50	56
2. Kartil	42	58	58	67	67	67
3. Kartil	67	75	75	75	75	75

2004 yılında Ulusal Pazar ve İkinci Ulusal ile Gözaltı Pazar arasında internet sitesinde ortalama bulundurulanan faktörler açısından farkın büyük olduğu görülüyor. Ulusal Pazar ortalaması İkinci Ulusal Pazar'a göre yüzde 24, Gözaltı Pazar'ına göre ise yüzde 215 daha yüksektir. 2009 yılına gelindiğinde ise Ulusal Pazar İkinci Ulusal Pazar'a göre yüzde 30, Gözaltı Pazar'ına göre ise yüzde 86 daha yüksektir. Buna göre Ulusal Pazar ile diğerleri arasındaki farkın bir miktar azaldığı görülüyor. Zaten Gözaltı Pazar'ındaki şirketlerin 2004-2009 döneminde yüzde 169 iyileşme gösterdiği, ancak buna rağmen internet sitelerindeki kamuyu aydınlatmanın çok sınırlı kaldığı görülmektedir. Bu dönemde İkinci Ulusal Pazar'da yüzde 52 iyileşme yaşanırken, Ulusal Pazar'daki iyileşmenin yüzde 58 olduğu görülmektedir.

Ulusal Pazar içindeki şirketler incelendiğinde İMKB 30 şirketlerinin 2004 yılında 12 kriterden yüzde 60'ını internet sitelerinde bulundurduğu, İMKB 30 dışı 100 şirketlerinde bu oranın yüzde 48'e düştüğü, İMKB 100 dışı Ulusal Pazar şirketlerinde ise oranın daha düşerek ikinci Ulusal Pazar'daki oran olan yüzde 33 olduğu görülmektedir.

2009 yılına gelindiğinde ise İMKB 30 ile diğerleri arasındaki farkın kapandığı görülmektedir. 2009 yılında İMKB 30 şirketlerinin ortalaması yüzde 71 iken, 30 dışı 100 şirketlerinde ise 67 gibi buna yakın bir orandır. İMKB 100 dışı şirketlerin ise

yüzde 62 ile biraz daha düşük bir orana sahip olmasına rağmen, 2004'ün aksine İkinci Ulusal Pazar'dan daha yüksek bir oranda olduğu görülmektedir.

2004-2009 döneminde en yüksek gelişmeyi gösteren kesimin Göz Altı Pazar'ından sonra yüzde 88'lik artışla İMKB 100 dışı şirketler olduğu görülmektedir. En düşük gelişmeyi gösteren kesimin birçok kalemde olduğu gibi yüksek bazda başlamasının da etkisiyle İMKB 30 şirketlerinin olduğu görülmektedir. Yüksek baza rağmen İMKB 30 şirketlerinin daha da iyi bir durumda olması beklenebilir.

Öte yandan 2004 yılında Gözaltı Pazar'ında bulunan şirketlerin yarısında pay sahiplerine yönelik bir internet sitesi olmadığı görülmektedir. Bu oran aynı dönemde İkinci Ulusal Pazar'da yüzde 39, Ulusal Pazar'da ise yüzde 29'dur. 2009 yılına gelindiğinde ise pay sahiplerine yönelik bilgi bulunmayan şirket sayısı Gözaltı Pazar'ında sıfıra inerken İkinci Ulusal Pazar'da ise yüzde 17'ye gerilemiştir. Bu çerçevede Göz Altı Pazar'ında önemli bir gelişme yaşanırken İkinci Ulusal Pazar'da internet sitesinde yatırımcılara yönelik bilgi olmayan şirket sayısında önemli bir gerileme yaşanmıştır. Ulusal Pazar'da ise bu oran 2004 yılında yüzde 29 iken 2009'a gelindiğinde sadece yüzde 23'e gerilemiştir.

Ulusal Pazar içinde ise pay sahiplerine internette bilgi vermeyenler İMKB 100 dışı şirketlerde 2004 yılında yüzde 39 iken 2009'da yüzde 1,8'e 30 dışı 100 şirketlerinde ise yüzde 22 iken yüzde 1,8'e gerilemiştir. Yani Ulusal Pazar içinde internet sitesinde pay sahiplerine yönelik internette bilgi bulundurmeyen şirket sayısı yok denecek seviyelere düşmüştür.

- **Ticaret sicili bilgileri**

İnternet sitesinde ticaret siciline yer veren şirketlerin sayısı 2004 yılında 105 iken, 2009 yılında 163'e ulaşmıştır. Bu çerçevede halihazırda şirketlerin yüzde 76'sının internet sitesinde ticaret sicili bilgileri bulunmaktadır. 2004-2009 döneminde ticaret siciline yer veren şirketlerin sayısı yüzde 55 artmıştır.

- **Ortaklık ve Yönetim Yapısı**

İnternet sitesinde ortaklık ve yönetim yapısına yer veren şirketlerin tüm şirketlere olan oranı 2004 yılında yüzde 45 iken bu oran 2009 yılına gelindiğinde yüzde 60'a ulaşmıştır. 2004-2009 döneminde internet sitesinde ortaklık ve yönetim yapısına yer veren şirket sayısı yüzde 33 artmıştır.

- **İmtiyazlı Paylar Hakkında Detaylı Bilgi**

Bu soruya cevap aranırken, imtiyazlı payı olmasa bile imtiyazlı payı olmadığına yönelik bir ibare olması gerekliliğine dikkat edilmiştir. Bu çerçevede hiçbir şekilde imtiyazlı paylara ilişkin bilgiler bölümü olmayan şirketlere 0 değeri verilmiştir.

2004 yılında internet sitesinde imtiyazlı paylara ilişkin bilgiler bölümü olan şirketlerin toplama olan oranı yüzde 29 iken, 2009 yılına gelindiğinde bu oran yüzde 50'ye çıkmıştır. 4.1.12 bölümünde açıklandığı gibi 2009 yılı itibariyle oy haklarında imtiyaz olan şirketlerin oranı yüzde 40'tır.

- **Şirket Esas Sözleşmesi**

Esas sözleşmelerinin son durumuna yer veren şirketler 1 notu almışlardır. Buna göre 2004 yılında esas sözleşmelerini internet sitesine koyan şirketlerin oranı yüzde 50'dir. 2009 yılına gelindiğinde ise bu oran yüzde 81'e ulaşmıştır. 2004-2009 döneminde esas sözleşmelerini internet sitesine koyan şirket sayısında yüzde 62'lik artış yaşanmıştır.

- **Özel Durum Açıklamaları**

Özel durum açıklamalarını internet sitesine koyan şirketlerin oranı 2004 yılında yüzde 52 iken bu oran 2009 yılına gelindiğinde yüzde 85'e ulaşmıştır. 2004-2009 döneminde yüzde 63'lük artış yaşanmıştır.

- **Yıllık Faaliyet Raporları**

İnternet sitelerinde faaliyet raporlarına yer veren şirketlerin toplama oranı 2004 yılında yüzde 61 iken, bu oran 2009 yılına gelindiğinde yüzde 93'e ulaşmıştır. 2004-2009 döneminde yaşanan artış yüzde 52 olmuştur.

- **Periyodik Mali Tablo ve Raporlar,**

İnternet sitelerinde mali tablolarına yer veren şirketlerin toplama oranı 2004 yılında yüzde 50 iken 2009 yılına gelindiğinde yüzde 67'ye ulaşmıştır. 2004-2009 döneminde internet sitesine mali tablolarını koyan şirket sayısında yaşanan artış yüzde 35 olmuştur.

- **İzahnameler ve Halka Arz Sirkülerleri,**

İnternet sitesine halka arza yönelik izahname ve sirkülerlerini koyan şirketlerin toplama oranı yüzde 25 iken, bu oran 2009 yılında yüzde 47'ye yükselmiştir. 2004-2009 döneminde internet sitesinde izahname ve sirküler yayınlayan şirket sayısında yaşanan artış yüzde 85 olmuştur.

- **Genel Kurullara İlişkin Bilgiler**

İnternet sitesine genel kurul tutanaklarını koyan şirketlerin oranı 2004 yılında yüzde 42 iken 2009 yılına gelindiğinde yüzde 73'e yükselmiştir. 2004-2009 döneminde genel kurul tutanaklarını internet sitesine koyan şirket sayısında yaşanan artış yüzde 76 olmuştur.

- **Vekaleten Oy Kullanma Formu**

Bu sorunun cevaplanmasında genel kurula yönelik olarak vekaleten oy kullanma formunun internet sitesine konup konmadığına bakılmıştır. 2004 yılında şirketlerin yüzde 34'ü vekaleten oy kullanma formlarını internet sitesine koyarken bu oran

2009 yılında yüzde 57'ye yükselmiştir. 2004-2009 döneminde internet sitesine vekaleten oy kullanma formunu koyan şirket sayısında yüzde 68 artış yaşanmıştır.

- **Önemli Yönetim Kurulu Kararlarının Toplantı Tutanakları**

Önemli yönetim kurulu kararlarını internet sitesine koyan şirketlerin sayısının diğer kalemlere göre oldukça düşük olduğu görülmektedir. 2004 yılında şirketlerin yüzde 11'i önemli yönetim kurulu kararlarını internet sitelerine koyarken, bu oran 2009 yılında yüzde 18'e yükselmiştir. 2004-2009 döneminde önemli yönetim kurulu kararını internet sitelerine koyan şirketlerin sayısında yüzde 65 artış yaşanmıştır.

- **Sıkça Sorulan Sorular**

Sıkça sorulan sorular ve cevaplar başlığı altında bir bölüm oluşturan şirketlerin 2004 yılında tüm şirketlerin yüzde 16'sı iken, 2009 yılında bu oranın sadece yüzde 22'ye yükseldiği görülmektedir. 2004-2009 döneminde internet sitesinde sıkça sorulan sorular ve cevapları bölümü olan şirketlerde yüzde 37'lik artış yaşanmıştır.

4.2.9 İnternet Sitesi Aynı Zamanda İngilizce Olarak Hazırlandı mı?

İnternet Sitesinde yatırımcılarla ilişkiler bölümünü İngilizce de hazırlayan şirket sayısı 2004 yılında incelenen şirketlerin yüzde 45'ine denk gelen 97 iken, 2009 yılına gelindiğinde yüzde 53'üne yani 114'e yükselmiştir. 6 yılda İngilizce pay sahipleri bölümü hazırlayan şirket sayısında yaşanan artış yüzde 18 olmuştur³³.

İMKB'de işlem gören hisse senetlerinin toplam değeri açısından yüzde 60'ından fazlasının yabancıların elinde olduğu göz önüne alındığında borsa şirketlerinin yatırımcılarla ilişkiler bölümünü İngilizce de hazırlaması önemlidir. Tabi burada büyük ihtimalle arz talep de rol oynamaktadır; yabancı yatırımcıların büyük

³³ Şirketlerin internet sitelerindeki gelişim, Kurumsal Yönetim Uyum raporlarında açıkladıkları kadarıyla aktarılmış, onun dışında son durum yansıtılmıştır.

şirketlerin likit hisse senetlerine yatırım yaptıklarını da göz önünde tutmak gerekmektedir.

İnternet sitesinde İngilizce pay sahipleri bölümü olan şirketler Ulusal Pazar'da yoğunlaşmaktadır. Ulusal Pazar'daki şirketlerin yüzde 58'nin İngilizce sitesi bulunurken, İkinci Ulusal Pazar'da bu oran yüzde 6'ya, Gözaltı Pazar'ında ise sıfıra düşmektedir.

Ulusal Pazar'da ise İMKB 30 şirketleri yüzde 86'lık oranla en yüksek gruptur. İMKB 100 endeksinde olup da 30 endeksinde olmayan şirketler de yüzde 76'lık oranla İMKB 30 şirketlerini takip etmektedir. Ancak İMKB 100 dışı Ulusal Pazar şirketlerinde internet sitelerinde İngilizce pay sahipleri bölümü olan şirket sayısının oranı yüzde 43'e kadar gerilemektedir. Kobirate (2012) İMKB 100 şirketlerinin yüzde 92'sinin İngilizce internet sitesi bulunduğu tespitini yapmıştır.

4.2.10 Gerçek Kişi Nihai Hâkim Pay Sahibi/Sahipleri Açıklandı mı?

Her şirketin nihai pay sahipleri gerçek kişilerden oluşmayabilmektedir. Bu çerçevede şirketlerin kurumsal yönetim ilkeleri uyum raporlarında bu sorunun cevabı aranırken; nihai gerçek pay sahipleri olası ise bu konuda bilgi verip vermediğinin yanıtı aranırken, eğer olası değilse ortaklık yapısı ve nihai pay sahipliğinin gerçek kişilerden oluşmadığı konusunda bilgi verip vermediğine bakılmıştır. Eğer tam olarak nihai gerçek kişilerin nihai payları dolaylı ortaklıklar göz önüne alınarak hesaplanıp açıklanmışsa 1 değeri, eksik de olsa belli bir bilgi verilmişse 0,5 değeri verilmiştir³⁴.

Bu veride yıllar itibariyle önemli bir değişiklik yaşanmamıştır. 2004 yılında 49 şirket (yüzde 23) nihai hakim gerçek kişi pay sahipleri konusunda açık bilgi verirken 2009 yılına gelindiğinde bu sayı 59'a ulaşmıştır. Eksik bilgi veren şirket sayısı ise aynı

³⁴ Büyük şirketlerin bile dolaylı ortaklıklar hesaba katılarak nihai pay oranlarını açıklamaktan kaçındıkları görülmüştür.

dönemlerde 21'den 23'e yükselmiştir. 2009 yılı itibariyle 133 şirket bu konuda bilgi vermemektedir.

SPK (2004) nihai hakim pay sahibini açıklayan şirketlerin oranının tüm şirketler içinde yüzde 36, İMKB 30 şirketlerinde ise yüzde 50 olduğunu belirtmektedir. SPK (2005) ise bu oranı tüm İMKB şirketleri için yüzde 50'ye yükseltmektedir. SPK (2006) nihai pay sahipleri açıklayan şirketlerin oranını yüzde 51 olarak belirlemiştir.

2009 yılında Ulusal Pazar'da tam bilgi veren şirketlerin oranı yüzde 28 iken, bu İkinci Ulusal Pazar'da yüzde 17'ye gerilemektedir. Gözaltı Pazarı şirketlerinde ise oran sürpriz bir şekilde yüzde 33'e yükselmektedir.

2009'da Ulusal Pazar'da ise yüzde 32'lik orana ulaşan 30 dışı 100 şirketleri ve yüzde 29'luk orana ulaşan İMKB 100 dışı şirketler ön plana çıkmaktadır. İMKB 30 şirketleri ise yüzde 18'lik oran ile bu alanda çok geride kalmaktadırlar.

4.2.11 Faaliyet raporunda Kurumsal Yönetim İlkeleri'ndeki Bilgiler Var mı?

İMKB şirketlerinin faaliyet raporları incelendiğinde özellikle büyük şirketlerin faaliyet raporlarının oldukça kapsamlı olmasına rağmen, birçok şirkette asgari unsurlara sahip faaliyet raporları olduğu görülmüştür. Bu çerçevede İMKB şirketlerinin faaliyet raporları arasında büyük farklılıklar ortaya çıkabilmektedir. Faaliyet raporlarında bulunması gereken 14 kriter SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne dayanılarak belirlenmiştir.

215 şirketin 6 yıllık 1290 faaliyet raporunun incelenmesi çerçevesinde, faaliyet raporlarını iyi hazırlayan şirketlerin mevzuat ve düzenleyici kurum tarafından belirlenen standartların çok üstüne çıkarak çok kapsamlı faaliyet raporları hazırlarken, birçok şirketin ise mevzuat yükümlülüklerini yerine getirecek şekilde ve belki de altında faaliyet raporları hazırladığı görülmektedir. Bu da ülkemizde şirketlere yönelik asgari standartlar geliştirmenin ne kadar önemli olduğuna işaret etmektedir. Ancak asgari standartların belirlenmesi yeterli olmamakta, asgari

standartlara uyulup uyulmadığının kontrol edilmesi ve uymayanların uymasının sağlanması da gerekmektedir.

Yapılan incelemede İMKB şirketlerinin faaliyet raporlarında belirlenen 14 kriterin ortalama olarak 2004 yılında yüzde 36'sının bulunduğu görülmektedir. 2005 ve 2006 yıllarında nispeten hızlı bir gelişim (sırasıyla yüzde 8 ve yüzde 5'lik gelişim) yaşanırken, 2007-2009 arasında faaliyet raporlarındaki gelişim hızının yavaşladığı görülmektedir. 2009 yılına gelindiğinde faaliyet raporlarında bulunması gereken kriterlerin yüzde 44'ünün İMKB şirketlerinin faaliyet raporlarında bulunduğu görülmektedir. Bu da yetersiz bir orandır.

2004 yılında Ulusal Pazar şirketlerinin faaliyet raporlarında bulunan faktörlerin ortalaması yüzde 38 ile İkinci Ulusal ve Gözaltı Pazarı ortalamalarına göre daha yüksektir. 2004 yılında Ulusal Pazar içinde ise İMKB 30 şirketlerinin yüzde 42'lik bir ortalama ile İMKB 100 dışı şirketlere göre biraz daha iyi durumda olduğu, ancak İMKB 30 dışı 100 şirketlerine göre büyük bir fark yaratamadığı görülmektedir. 2009 yılına gelindiğinde Ulusal Pazar şirketleri yüzde 45'lik ortalama ile İkinci Ulusal ve Gözaltı Pazar şirketlerine olan üstünlüğünü korumuştur. Ulusal Pazar içinde ise İMKB 30 şirketlerinin İMKB 100 dışı şirketlere göre arayı biraz daha açtığı, İMKB 30 dışı 100 şirketleri ile arayı koruduğu görülmektedir. 100 üzerinden sadece İMKB 30 şirketlerinin yüzde 50 sınırını aşması faaliyet raporları ve kamuyu aydınlatma açısından olumsuz olarak değerlendirilmelidir.

2004-2009 faaliyet alanı konusunda en yüksek gelişmeyi yüzde 29'luk artışla İkinci Ulusal Pazar şirketlerinin gösterdiği, onu yüzde 24 ile İMKB 30 şirketlerinin, yüzde 23 ile İMKB 30 dışı 100 şirketlerinin izlediği görülmektedir. Faaliyet raporu konusunda yüzde 60 ve daha yüksek alan şirket sayısının oranı İMKB 30 şirketlerinde 2009 yılında yüzde 41 olup ve gruplar arasındaki en yüksek değerdir. Ayrıca yüzde 400 ile İMKB 30 şirketleri 2004'den 2009'a notu 60'ın üzerinde olan şirket yüzdesini en çok artıran grup da olmuştur. 60 ve daha üstü nota sahip şirket yüzdesi en yüksek olan ikinci grup da İMKB 30 dışı 100'dür. Bu grup da İMKB 30 şirketlerinden sonra notu 60'ın üzerinde olan şirket yüzdesini en çok artıran ikinci

grup olmuştur. Bu çerçevede faaliyet raporu konusunda en yüksek değerlere sahip olan ve en hızlı gelişmeyi gösteren şirketler İMKB 30 ve 30 dışı 100 şirketleri olmuştur.

- **Faaliyet Konusu**

Faaliyet raporunda faaliyet konusuna ilişkin ayrı bir başlık açarak bu konuda bilgi veren şirketlerin toplam şirket sayısına olan oranı 2004 yılında yüzde 69 iken, bu oran 2009 yılında yüzde 75'e çıkmıştır. Faaliyet raporunda faaliyet konusuna değinmeyen şirketlerin birçok durumda yönetimin faaliyet sonuçları hakkındaki yorumu ile yetindiği görülmektedir. 2004-2009 döneminde faaliyet raporunda, şirketin faaliyetine ilişkin ayrı bir bölümde bilgi veren şirketlerin sayısı yüzde 9 artmıştır.

- **Sektör Hakkında Bilgi ve Şirketin Sektör İçindeki Yeri**

Faaliyet raporunda şirketin faaliyet gösterdiği sektör ve şirketin sektör içindeki yerine ilişkin bilgi veren şirketlerin toplam incelenen şirket sayısına olan oranı 2004 yılında yüzde 52 iken bu oran 2009 yılında yüzde 62'ye ulaşmıştır. Faaliyet gösterilen sektöre ilişkin bilgi veren şirket sayısında 2004-2009 döneminde yaşanan artış yüzde 19'dur.

- **Faaliyet Sonuçlarına İlişkin Yönetimin Analiz ve Değerlendirmesi**

Yönetimin faaliyet sonuçlarına ilişkin analizine 2004 yılında şirketlerin yüzde 54'ünün yer verdiği, 2009 yılında ise bu oranın yüzde 58'e yükseldiği görülmektedir. 2004-2009 döneminde faaliyet raporuna yönetim faaliyet sonuçlarına ilişkin analizini koyan şirket sayısında yüzde 8'lik artış yaşanmıştır.

- **Mali Tablolara İlişkin Yönetim Kurulu Beyanı**

Mali tablolara ilişkin yönetim kurulu beyanını 2004 yılında toplam şirketler içindeki oranı yüzde 44 iken, 2009 yılında yüzde 50'ye yükselmiştir. 2004-2009 döneminde

faaliyet raporuna mali tablolara ilişkin yönetim kurulu beyanını koyan şirket sayısında yalnızca yüzde 15 artış yaşanmıştır.

- **Bağımsız Denetim Kuruluşunun Mali Tablolar Konusundaki Görüşü**

Faaliyet raporunda bağımsız denetim kuruluşunun mali tablolar konusundaki görüşüne yer veren şirketlerin toplama oranı yüzde 55 iken, bu oran 2009 yılında yüzde 61'e çıkmıştır. 2004-2009 döneminde bağımsız denetim kuruluşu görüşüne yer veren şirket sayısında yüzde 9 artmıştır.

- **Faaliyetlerle İlgili Öngörülebilir Risklere İlişkin Detaylı Açıklama**

Faaliyet raporunda faaliyetlerle ilgili risklere yer veren şirket sayısının oldukça az olduğu görülmektedir. 2004 yılında bu bilgiye yer veren şirket sayısının toplama oranının yüzde 7 iken 2009 yılında bu oranın yüzde 16'ya yükseldiği görülmektedir.

- **Yönetim Kurulu Üyelerinin Özgeçmişleri Görev ve Sorumlulukları**

Faaliyet raporunda yönetim kurulu üyelerinin özgeçmişlerini koyan şirketlerin toplama oranı 2004 yılında yüzde 21 iken 2009 yılında yüzde 30'a yükselmiştir. 2004-2009 döneminde yönetim kurulu üyelerinin özgeçmişlerini faaliyet raporuna koyan şirket sayısında yüzde 39 artış yaşanmıştır.

- **Yönetim Kurulu Üyelerine Ödenen Bireysel Ücretler**

Faaliyet raporuna yönetim kurulu üyelerine ödenen ücretler konusunda bilgi veren şirket sayısı da kısıtlıdır. Bu veride yıllar itibariyle büyük bir değişim yaşanmamıştır. 2009 itibariyle şirketlerin yüzde 22'si faaliyet raporuna yönetim kurulu üyelerine ödenen ücretler konusunda bilgi koymaktadır.

- **Organizasyon Sermaye ve Ortaklık Yapısı**

Faaliyet raporunda şirketin sermaye ve ortaklık yapısını koyan şirketlerin toplam şirketler içindeki payı 2004 yılı yüzde 52 iken bu 2009 yılında yüzde 61'e yükselmiştir. 2004-2009 döneminde faaliyet raporunda ortaklık ve sermaye yapısı konusunda bilgi veren şirket sayısında yüzde 17 artış yaşanmıştır.

- **Kar Dağıtım Politikası**

Kar dağıtım politikası konusunda faaliyet raporunda ayrı bir bölüme yer veren şirketler 2004 yılında toplamda yüzde 43'lük bir orana sahipken bu oran 2009 yılında yüzde 56'ya yükselmiştir.

- **Şirketin Finansal Durumuna Yönelik Tartışma**

Şirketin finansal durumuna ilişkin olarak faaliyet raporunda ayrı bir bölüm oluşturan şirketlerin oranı 2004 yılında yüzde 12 iken bu oran 2009 yılında yüzde 20'ye çıkmıştır. 2004-2009 döneminde şirketin finansal durumuna yönelik tartışmayı faaliyet raporuna ekleyen şirketlerde yüzde 76 artış yaşanmıştır.

- **Genel Kurulların Fonksiyonu**

Bu kaleme 2004 yılında şirketlerin yüzde 20'si yer verirken, 2009 yılına gelindiğinde şirketlerin yüzde 25'i yer vermeye başlamışlardır. 2004-2009 yılları arasında yaşanan artış ise sadece yüzde 26 olmuştur.

- **İstatistiki Bilgiler ve Grafikler**

İMKB şirketlerinin istatistiki bilgiler ve grafiklere faaliyet raporlarında yeterince yer vermedikleri görülmektedir. 2004 yılında şirketlerin sadece yüzde 34'ü faaliyet raporlarında istatistiklere ve grafiklere yer verirken, 2009 yılına gelindiğinde bu

oran yüzde 42'ye yükselmiştir. 2004-2009 döneminde faaliyet raporlarına bu kalemi koyan şirket sayısında yaşanan artış ise yüzde 22 olmuştur.

- **İç Denetim Sistemine İlişkin Yönetim Kurulu Beyanı**

İç denetim sistemine ilişkin yönetim kurulu beyanının İMKB şirketlerinin faaliyet raporlarında yok denecek kadar az olduğu görülmektedir. 2004 yılında 2 şirket bu beyana yer verirken, 2009 yılında bu sayı 3'e çıkmıştır.

4.2.12 İçeriden Öğrenebilecek Durumda Olanların Listesi Açıklandı mı?

Bu soruya yönelik yanıtlar aranırken, içsel bilgilere erişimi olanlar listesi belirleyerek kamuoyuna açıkladığını beyan eden şirketlere 1, kurumsal yönetim ilkelerine uyum raporunda içsel bilgilere erişimi olan kişiler listesi açıklayanlara ise 0,5 değeri verilmiştir. Öte yandan *“içeriden öğrenebilecek durumda olan kişiler faaliyet raporunda bulunmaktadır”* gibi ifadeler de 0 verilmiştir.

215 şirketin uyum raporlarında yapılan incelemede, içsel bilgilere erişimi olanlar listesi açıklayan şirketlerin sayısı 2004 yılında 15 adet iken 2009 yılına gelindiğinde 50'ye çıktığı görülmektedir. Ancak bu çok yetersizdir. SPK (2004) ise önemli bilgilere ulaşabilecek konumdaki kişileri kamuya açıklayan şirketlerin oranını yüzde 18,8 olarak vermektedir. SPK (2005) ise bu oranı yüzde 58'e yükseltmektedir.

Öte yandan kurumsal yönetim ilkelerine uyum raporunda içeriden öğrenebilecek durumda olan yöneticilerin adını belirten şirketlerin sayısı 2008 yılına kadar sabit giderek 83'te kalmış, ancak daha sonra bu şirketlerin, içsel bilgilere erişimi olanlar listesi açıklamalarıyla bu rakam gerilemiştir

Sonuç olarak 2004 yılında şirketlerin yüzde 54'ü içeriden öğrenebilecek durumda olan kişilere yönelik açıklamada bulunmazken bu oran 2009 yılında yüzde 42'ye düşmekle birlikte bu azımsanmayacak bir orandır.

2004 yılında içeriden öğrenen kişilere yönelik olarak açıklama yapmayan şirketlerin oranı Gözaltı Pazarı hariç tüm Pazar ve endekslerde yüzde 50 ve üzerindedir. Öte yandan en yüksek notu alanlar yani içsel bilgilere erişimi olanlar listesi açıklayan şirketler açısından Ulusal Pazar İkinci Ulusal ve Gözaltı Pazar'ın önüne geçtiği görülmektedir. İMKB 100 dışı şirketler biraz geride kalırken, İMKB 30 dışı 100 şirketleri yüzde 11'lik oran ile en üst sırada yer almaktadırlar.

2009 yılına gelindiğinde ise içeriden öğrenen kişilere yönelik hiç açıklama yapmayan şirketler oranının Ulusal Pazar'da yüzde 42 ile İkinci Ulusal Pazar'ın yüzde 28'lik oranına göre yüksek olduğu görülmektedir. Ulusal Pazar içinde ise hiç açıklama yapmayan şirket oranının yüzde 48 ile İMKB 100 dışı şirketlerde zirve yaptığı görülmektedir. Bu açıdan en düşük oranın yüzde 32 ile İMKB 30 şirketleri olduğu görülmektedir. 2009 yılında İMKB 100 şirketlerinin yüzde 34'ü içeriden öğrenen kişilere yönelik hiç açıklama yapmamaktadır. SPK (2006) ise İMKB 100 şirketleri için bu oranı yüzde 28 olarak açıklamaktadır.

1 notu verilen şirketlerin oranının 2009 yılında Ulusal Pazar'da yüzde 24 ile İkinci Ulusal Pazar'ın gerisinde kalmaktadır. Bunda da İMKB 100 dışı şirketlerde bu oranın yüzde 16'ya düşmesi rol oynamaktadır. Öte yandan içsel bilgilere erişimi olanlar listesini kamuya açıklayan şirketlerin oranı İMKB 30 dışı 100 şirketlerinde yüzde 30'a, İMKB 30 şirketlerinde ise yüzde 45'e kadar yükselmektedir.

4.3 YÖNETİM KURULU

4.3.1 Yönetim Kurulu'nda Bağımsız Üye Bulunuyor mu?

İMKB şirketlerinin yönetim kurullarında bağımsız yönetim kurulu üyesi bulunan şirket sayısının oldukça kısıtlı olduğu görülmektedir. 2004 yılında 215 şirketin yüzde 9'unda bağımsız yönetim kurulu üyesi bulunurken, 2009 yılına gelindiğinde yüzde 15'inde bağımsız yönetim kurulu üyesi bulunmaktadır. SPK (2004) tüm şirketlerin yüzde 26'sında İMKB 30 şirketlerinin ise yüzde 42'sinde bağımsız

yönetim kurulu üyesi olduğunu açıklamıştır. Ancak SPK (2004) de ankete cevap veren şirketler tarafından bağımsızlık kavramının yanlış yorumlanmış olabileceğine dikkat çekmektedir. SPK (2005) bağımsız yönetim kurulu bulunan şirketlerin oranını yüzde 18'e düşürmektedir. SPK'ya (2006) göre İMKB 100 şirketlerinin yüzde 36'sında, İyışirket'e (2006) göre ise yüzde 25'inde bağımsız yönetim kurulu üyesi bulunmaktadır. Ararat (2010) 2008 itibariyle şirketlerin yüzde 16'sında bağımsız yönetim kurulu üyesi olduğu belirtmiştir.

2004-2009 döneminde yönetim kurulunda bağımsız üye bulunan şirket sayısı yüzde 74 artmıştır. Yönetim kuruluna bağımsız yönetim kurulu üyesi alan şirket sayısında en yüksek artışın 2005 daha sonra da 2006 yılında gerçekleştiği görülmektedir.

2004 yılında Ulusal Pazar şirketlerinde bağımsız yönetim kurulu üyesi bulunan şirketlerin oranı yüzde 10 iken, 2009 yılında yüzde 17'ye çıkmıştır. 2004-2009 döneminde hiçbir Gözaltı Pazarı ve İkinci Ulusal Pazar şirketinde bağımsız yönetim kurulu üyesi bulunmamaktadır.

2004 yılında İMKB 30 şirketlerinin yüzde 31'inde bağımsız yönetim kurulu üyesi bulunurken bu İMKB 100 dışı Ulusal Pazar şirketlerinde yüzde 8'e İMKB 30 dışı 100 şirketleri ise yüzde 4 gibi düşük seviyelere gerilemektedir. Ancak 2009 yılına geldiğinde bağımsız yönetim kurulu üyesi bulunan şirket sayısı İMKB 30 şirketlerinde yüzde 23'e gerilerken, İMKB 30 dışı 100 şirketlerinde yüzde 18'e İMKB 100 dışı şirketleri ise yüzde 16'ya çıkarak İMKB 30 şirketleri aralarındaki farkı kapattıkları görülmektedir.

2004-2009 döneminde bağımsız yönetim kurulu üyesi bulunan şirket oranının yüzde 350'lik artışla en çok İMKB 30 dışı 100 şirketlerinde yükseldiği görülmektedir. İMKB 100 dışı şirketlerde de yüzde 100 artış yaşanmıştır.

4.3.2 Bağımsız Üyelerin Sayısı İki'den veya Yönetim Kurulu Üye Sayısının Üçte Birinden Fazla mı?

Bağımsız üye sayısının iki'den veya yönetim kurulu üye sayısının üçte birinden fazla olduğu şirketlerin sayısı 2004 yılında 6 iken 2005 yılından itibaren 7 olmuştur. Çok az sayıda şirketin bağımsız üye sayısının iki'den veya yönetim kurulu üye sayısının üçte birinden fazla olduğu görülmektedir.

7 şirketten 3'ü İMKB 100 şirketi olup kalan 4'ü İMKB 100 dışı Ulusal Pazar şirkettir. İMKB 100 şirketlerinden biri aynı zamanda İMKB 50 endeksi kapsamındadır. 7 şirket içinde İMKB 30 şirketi bulunmamaktadır. Kobirate (2012) ise bağımsız üye sayısı iki'den veya yönetim kurulu üye sayısının üçte birinden fazla olan şirketlerin oranını İMKB 100 için yüzde 26, İMKB 30 için yüzde 20 olarak vermektedir.

4.3.3 Bağımsız Yönetim Kurulu Üyelerinin Şirket Dışında Başka Görev veya Görevler Alması Belirli Kurallara Bağlanıp Bağlanmadı mı ve/veya Sınırlandırıldı mı?

İncelenen şirketlerin hiçbirinde bağımsız yönetim kurulu üyelerinin şirket dışında başka görev veya görevler almasını belirli kurallara bağlandığına veya sınırlandırıldığına ilişkin beyan bulunmamıştır.

4.3.4 Şirketin Yönetim Kurulu Üye Seçiminde Aranılan Asgari Nitelikler Var mı?

Şirketler kurumsal yönetim ilkeleri uyum raporlarında çoğunlukla yönetim kurulu üyelerinin SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri IV.bölümünün 3.1.1, 3.1.2 ve 3.1.5. maddelerinde yer alan nitelikleri karşıladıklarını beyan etmişlerdir. Sadece bu beyanda bulunan şirketlere 0,5 notu verilmiştir.

Öte yandan 215 şirketin esas sözleşmeleri yönetim kurulu üyelerinde aranan niteliklere ilişkin bir madde olup olmadığı yönünde de incelenmiştir. Esas sözleşmelerinde aynı zamanda bu çeşit madde olan şirketlere de 1 notu verilmiştir. Yıllar itibariyle bu veride bir değişim yaşanmamıştır.

145 şirket, yönetim kurulu üyelerinin mevzuatta sayılan niteliklere haiz olduğunu beyan etmiş olmasına rağmen, bu şirketlerin esas sözleşmelerinde yönetim kurulu üyelerinde aranan niteliklere ilişkin bir madde bulunmamaktadır.

Öte yandan 45 şirketin esas sözleşmesinde aynı zamanda yönetim kurulu üyelerinde aranan niteliklere ilişkin ifade bulunmuştur. 25 şirkette ise ne esas sözleşmelerinde yönetim kurulu üyelerinin niteliklerine ilişkin bir madde bulunmaktadır, ne de yönetim kurulu üyelerinin niteliklerinin mevzuatta aranan koşullara uyduklarına ilişkin bir beyan bulunmaktadır.

Yönetim kurulu üyelerine yönelik hiçbir beyanı olmayan şirket oranı yüzde 20 ile en çok İMKB 30 şirketlerinde yüksek iken en düşük olan oranın yüzde 9 İMKB 30 dışı 100 şirketleridir.

Öte yandan esas sözleşmesinde yönetim kurulu üyelerine yönelik asgari kriterler bulunan şirket oranının en yüksek olduğu kesimin yüzde 38 ile İMKB 30 şirketleri olduğu görülmektedir. Onu yüzde 35 ile İMKB 30 dışı 100 şirketleri izlemektedir. Bu oran İMKB 100 dışı Ulusal Pazar şirketlerinde yüzde 12'ye kadar düşerken İkinci Ulusal Pazar'da ise yüzde 22 ile ona göre daha yüksek bir orandadır.

4.3.5 Yönetim Kurulu Üyelerinin Yetki ve Sorumlulukları Açık ve Anlaşılabilir Şekilde Faaliyet Raporunda Yer Alıyor mu?

Bu soruya yönelik şirket faaliyet raporlarında araştırma yapılırken yönetim kurulu üyelerinin özgeçmişlerine yer verip vermedikleri bir kriter olarak kullanılmıştır. Yapılan araştırmada 2004 yılında şirketlerin yüzde 24'ünün faaliyet raporlarında

yönetim kurulu üyeleri konusunda bilgi verirken bu oranın 2009 yılında yüzde 33'e çıktığı görülmektedir. 2004-2009 döneminde faaliyet raporlarında yönetim kurulu üyeleri konusunda bilgi veren şirket sayısında yüzde 37'lik bir artış yaşanmıştır.

2004 yılında Gözaltı Pazar ve ikinci Ulusal Pazar'da yönetim kurulu üyelerinin özgeçmişlerine faaliyet raporlarında yer veren şirket bulunmazken, Ulusal Pazar şirketlerinin yüzde 27'sinin yer verdikleri görülmektedir. 2004 yılında Ulusal Pazar şirketlerine bakıldığında ise İMKB 30 şirketlerinin yüzde 62'sinin yönetim kurulu üyelerinin özgeçmişlerine faaliyet raporlarında yer vererek açık ara önde oldukları görülmektedir. İMKB 30 dışı 100 ve İMKB 100 dışı şirketleri ise sırasıyla yüzde 26'lık ve yüzde 20'lik oranlarıyla geride kalmaktadırlar. İyışirket (2006) İMKB 100 şirketlerinin yüzde 41'inin faaliyet raporunda yönetim kurulu üyelerinin özgeçmişlerinin bulunduğu tespitini yapmıştır.

2009 yılına gelindiğinde Ulusal Pazar'da yer alan şirketlerde faaliyet raporlarında yönetim kurulu özgeçmişlerine yer veren şirketlerin oranı yüzde 37'ye çıkarken, Gözaltı Pazarı ve İkinci Ulusal Pazar şirketlerinde bu oran yine yüzde 0'da kalmıştır. Öte yandan İMKB 30 dışı 100 şirketlerinde 2004-2009 döneminde söz konusu bilgilere faaliyet raporunda yer veren şirketlerin oranı yüzde 77 artarak yüzde 46'ya ulaşmış ve İMKB 30 şirketleri ile arasındaki fark daralmıştır. Aynı dönemde İMKB 30 şirketlerinde yönetim kurulu üyelerinin özgeçmişlerine yer veren şirketlerin oranı yüzde 68'e ulaşarak liderliğini sürdürmüştür. İMKB-100 dışı şirketlerinin yüzde 27'lik oran ile İMKB 100 şirketlerinin oldukça gerisinde kaldığı görülmektedir.

4.3.6 Periyodik Mali Tablolara İlişkin Beyan Yöneticilerce Hazırlanıp İmzalandı mı?

Şirketlerin faaliyet raporlarında yönetim kurulunun mali tablolara ilişkin beyanının çok az sayıda şirkette olduğu görülüyor. Yıllar itibariyle çok az bir değişim

yaşandığı görülüyor. Bazı değişimler bu beyanın aynı şirketin faaliyet raporlarında bazı yıllar bulunurken bazı yıllarda bulunmamasından da kaynaklandığı durumlar bulunmaktadır.

2009 itibariyle 43 şirketin faaliyet raporunda mali tablolara ilişkin yönetim kurulu beyanı bulunurken 172 şirkette bu bulunmamaktadır.

Sürpriz bir şekilde 2009 itibariyle Gözaltı Pazar şirketlerinin yüzde 50'lik oranla Ulusal Pazar'ın yüzde 20'lik ve İkinci Ulusal Pazar'ın ise yüzde 11'lik oranının çok üzerinde bir oran tutturduğu görülmektedir. Ancak inceleme kapsamında 6 Gözaltı Pazar şirketi bulunması çerçevesinde örneklemin kısıtlılığı nedeniyle birkaç şirket veriyi saptırabilmektedir. Ulusal Pazar içinde ise önceki bölümlerde diğer birçok alanda liderliği elinde tutan İMKB 30 şirketlerinin yüzde 23'lük oranı ile İMKB 30 dışı 100 şirketlerinin gerisine düştüğü, İMKB 100 dışı şirketlerin ise yüzde 17'sinin faaliyet raporunda mali tablolara ilişkin beyan olduğu görülmektedir.

4.3.7 Şirketin Genel Müdürü Aynı Zamanda Yönetim Kurulu Başkanı mı?

Genel müdürün aynı zamanda yönetim kurulu olduğu şirket sayısının İMKB'de düşük sayıda olduğu görülmektedir. 2009 yılına gelindiğinde şirketlerin yüzde 12'sinde genel müdür aynı zamanda yönetim kurulu başkanıdır, kalan yüzde 88'inde ise yönetim kurulu başkanlığı ve genel müdürlük görevleri ayrıdır. Öte yandan Ararat (2010) şirketlerin 72'sinde şirket genel müdürünün aynı zamanda yönetim kurulu başkanı olmadığı tespitinde bulunmuştur. Kobirate (2012) ise bu oranın İMKB 100 şirketlerinin yüzde 97 olduğunu açıklamıştır.

İki görevin ayrı olması icra ile yönetim kurulunun olabildiğince ayrışarak, yönetim kurulunun daha çok pay sahipleri adına şirketin yönetimini gözetim fonksiyonunun öne çıkması açısından önem kazanmaktadır. Yıllar itibariyle bu veri büyük ölçüde yatay seyretmiştir.

2009 itibariyle Ulusal Pazar şirketlerinin yüzde 10, İkinci Ulusal Pazar şirketlerinin ise yüzde 10'unda genel müdür aynı zamanda yönetim kurulu başkanı iken bu oran Gözaltı Pazarı'nda yüzde 67'ye çıkmaktadır. Ulusal Pazar içinde ise İMKB 30 şirketlerinin hiçbirinde yönetim kurulu başkanı aynı zamanda genel müdür değildir. Bu açıdan İMKB 30 şirketleri en iyi performansı göstermektedir. Bu oran İMKB 100 dışı şirketlerde yüzde 13 iken İMKB 30 dışı 100 şirketlerinde yüzde 9'a gerilemektedir.

4.3.8 Yönetim Kurulunun Yarısından Fazlası İcrada Sorumlu mu?

Bir önceki maddeye paralel olarak, yönetim kurulu üyelerinin yarısından fazlasının icrada sorumlu olması yönetim kurulunun pay sahipleri adına şirket yönetimini gözetim fonksiyonunu önemli ölçüde olumsuz etkileyecek bir faktördür. Bu alanda İMKB şirketleri iyi bir sınav vermektedir. 2009 itibariyle incelenen 215 şirketin yüzde 88'inde yönetim kurulu üyelerinin yarısından fazlası icracı üyelerden oluşmamaktadır. Söz konusu veri yıllar itibariyle de büyük bir değişim göstermemiştir.

2009 itibariyle yönetim kurulu üyelerinin yarısından fazlasının icrada sorumlu olduğu şirketlerin oranı Ulusal Pazar'da toplamın yüzde 12'si iken bu oran Gözaltı Pazarı ve İkinci Ulusal Pazar'da yüzde 17'ye yükselmektedir. Bu alanda en düşük oran yüzde 9 ile İMKB 30 şirketlerinde gözlenmektedir. Yönetim kurulu üyelerinin yarısından fazlasının icrada sorumlu olduğu şirketlerin oranı İMKB 30 dışı 100 şirketlerinde yüzde 14'e yükselirken, İMKB 100 dışı şirketlerinde ise yüzde 11'e düşmektedir.

4.3.9 Genel Müdür Aynı Zamanda Yönetim Kurulu Üyesi mi?

Önceki iki maddede olduğu gibi bu maddede de yönetim kurulu ile icranın birbirinden ne kadar ayrıldığı ortaya çıkarılmaya çalışılmaktadır. İlk iki maddede İMKB şirketleri iyi bir sınav verirken, bu maddede farklı bir sonuç ortaya

çıkmaktadır. 2009 yılında incelenen 215 şirketin yüzde 59'unda genel müdür aynı zamanda yönetim kurulu üyesidir. Bunda bankacılık gibi mevzuatından kaynaklanan nedenlerle genel müdürün yönetim kurulunda bulunmasının da katkısı olabilir. Ancak bu alanda 2004-2009 döneminde gelişme de yaşanmıştır. Genel müdürün aynı zamanda yönetim kurulu üyesi olmadığı şirket sayısında anılan dönemde yüzde 19 artış yaşanmıştır.

Gözetli Pazar'ında yer alan şirketlerde genel müdürün yönetim kurulu üyesi olmadığı şirket sayısı yüzde 17'ye düşerken diğer Pazar ve endekslerde genelde bu oranın yüzde 40'ın biraz üzerinde olduğu görülmektedir. En yüksek oran yüzde 45 ile İMKB 30 dışı 100 şirketleridir. İMKB 30 şirketlerinde ise genel müdürün yönetim kurulu üyesi olmadığı şirketlerin oranının yüzde 36'ya düşmesi ise sürprizdir.

4.3.10 Misyon Vizyon Açıklanıyor mu?

Bu sorunun cevabı araştırılırken, misyon ve vizyonun açık olarak ayrı olarak açıklanıp açıklanmadığı ve bunun kurumsal yönetim ilkelerine uyum raporunun ilgili bölümünde açıklanıp açıklanmadığı kontrol edilmiştir. Misyon ve vizyonunu tam olarak açıklayan şirketlere 1, eksik açıklayanlara ise 0,5 değeri verilmiştir. Hiç açıklamayan şirketler doğal olarak 0 değeri almışlardır.

İMKB şirketlerinin misyon ve vizyonu büyük ölçüde açıkladıkları görülmektedir. 2004 yılında misyon ve vizyon konusunda bilgi vermeyen şirket sayısı incelenen şirketlerin yüzde 14'ü iken, 2009 yılında bu oran yüzde 8'e gerilemiştir. 2009 yılında misyon ve vizyonunu tam açıklayan şirketlerin tüm şirketlere oranı 69 iken, eksik açıklayanların oranı ise yüzde 22'dir. Öte yandan 2004 yılında misyon ve vizyonunu tam olarak açıklayan şirketlerin oranı tüm şirketlerde yüzde 60'dır. SPK (2004) ise bu oranı yüzde 50,2 olarak vermektedir. SPK (2005) misyon ve vizyonunu belirleyen şirketlerin oranını yüzde 70'e yükseltmektedir.

Öte yandan misyon ve vizyon açıklamayan şirketlerin oranı 2009'da Gözaltı Pazarı'nda yüzde 33'e yükseldiği görülmektedir. İkinci Ulusal Pazar'da hiçbir açıklama yapmayan şirketlerin oranı yüzde 6'ya gerilerken, Ulusal Pazar'da bu oran yüzde 9'a çıkmaktadır.

Misyon vizyonunu tam olarak açıklayan şirketlerin oranı Gözaltı Pazarı'nda yüzde 50 iken bu oran İkinci Ulusal ve Ulusal Pazar'da yüzde 70 civarındadır. İMKB 100 şirketlerinde ise bu oran yüzde 79'a yükselmektedir. İMKB 30 ve 30 dışı 100 şirketlerinde de durum paraleldir.

4.3.11 Yönetim Kurulu Şirketin Hedeflerine Ulaşma Derecesini, Faaliyetlerini ve Geçmiş Performansını Gözden Geçiriyor mu?

2004 yılında 159 şirket yani tüm şirketlerin yüzde 74'ü yönetim kurulunun şirket hedeflerine ulaşma derecesini, faaliyetlerini geçmiş performansını gözden geçirdiğini açıklarken 2009 yılına gelindiğinde bu rakam 168'e çıkmıştır. Bu çerçevede iki dönem arasında yüzde 6'lık bir gelişme yaşanmıştır. Aslında bu her şirket yönetim kurulunun doğal vazifeleri arasında bulunmaktadır; yani her şirketin yönetim kurulu bu faaliyeti yerine getirmektedir. Bu açıdan bu madde daha çok kamuyu aydınlatma açısından değerlendirilmiştir.

SPK (2004) ise şirketlerin yüzde 68,5,'inin ayda bir, yüzde 18,3'ünün üç ayda bir, yüzde 5,4'ünün haftada bir, yüzde 4,5'inin daha sık ve yüzde 3,3'ünün ise yılda bir söz konusu gözden geçirme faaliyetini gerçekleştirdiklerini ortaya koymuştur. SPK (2005), şirketlerin yüzde 44'ünün yönetim kurulunun şirketin faaliyetlerini hedeflerini ve geçmiş performansını gözden geçirdiğini ifade etmektedir.

4.3.12 Yönetim Kurulunca Bir Risk Yönetim ve İç Kontrol Mekanizması Oluşturuldu mu?

Bazı şirketler iç kontrol denetim mekanizması oluşturulduğunu beyan ederken risk yönetiminden bahsetmemişlerdir. Bazı şirketlerde ise risk yönetim ve iç kontrol mekanizmasının geliştirilme aşamasında olduğu açıklanmıştır. Böyle durumlarda 0,5 değeri verilerek eksik beyan olarak kaydedilmiştir veya şirket tarafından beyan edilen gelişme notlara yansıtılmıştır.

2004 yılı itibariyle şirketlerin yüzde 27'si risk yönetim ve iç kontrol mekanizmalarına yönelik beyanda bulunmazken bu oran 2009 yılında yüzde 20'ye gerilemiştir. 2004 yılında şirketlerin yüzde 28'i bir risk yönetim ve iç kontrol mekanizması olduğunu beyan ederken bu oran 2009 yılında yüzde 47'ye yükselmiştir. Eksik beyanda bulunanlar ise 2004 yılında yüzde 45 iken, 2009 yılında yüzde 33'e gerilemiştir. SPK'ya (2004) göre ise risk yönetim ve iç kontrol mekanizması olduğunu belirten şirketlerin oranı yüzde 52 iken, bu oran İMKB 30 şirketlerinde yüzde 69'a çıkmaktadır. SPK'ya (2005) göre ise şirketlerin yüzde 77'si risk yönetim ve iç kontrol mekanizması oluşturmuştur. SPK (2006) İMKB 100 şirketlerinin yüzde 81'inin iç kontrol sistemlerine yönelik açıklama yaptığını belirtmiştir.

2004 yılında risk yönetimi ve iç kontrol mekanizması konusunda bilgi vermeyen şirketlerin oranı Gözaltı Pazarı'nda yüzde 16 Ulusal Pazarda yüzde 25 iken, bu oran İkinci Ulusal şirketlerinde yüzde 50'ye yükselmektedir. 2009 yılına gelindiğinde risk yönetimi ve iç kontrol mekanizması konusunda bilgi vermeyen şirket sayısı Ulusal Pazar'da yüzde 18'e gerilerken, özellikle İkinci Ulusal Pazar şirketlerinde yüzde 56'ya çıkarak kötüleşme yaşanmıştır.

Ulusal Pazar içinde ise 2004 yılında risk yönetimi ve iç kontrol mekanizması konusunda bilgi vermeyen şirketlerin oranı İMKB 30'da sadece yüzde 11 iken bu oran İMKB 100 dışı ulusal şirketlerde yüzde 29'a yükselmektedir. Bu oran İMKB 30

dışı şirketlerde ise yüzde 24'tür. 2009 yılına gelindiğinde ise en dikkat çekici gelişme bilgi vermeyen şirket yüzdesi açısından İMKB 100 şirketlerinin yüzde 6'lık oranla arayı açmaları olmuştur. İMKB 100 dışında ise bilgi vermeyen şirketlerin oranı yüzde 26'dır. Açıklama yapmayan şirket sayısında en büyük azalma yüzde 71'lik düşüşle İMKB 30 dışı 100 şirketlerinde gerçekleşmiştir. Onu yüzde 55'lik düşüşle İMKB 30 şirketleri izlemektedir.

Öte yandan 2009 yılında risk yönetimi ve iç kontrol sistemleri konusunda tam bilgi veren şirketlerin oranı İMKB 30 şirketlerinde yüzde 90'a ulaşırken, bu oran İMKB 30 dışı 100'de yüzde 54, İMKB 100 dışı Ulusal Pazar'da ise yüzde 38'dir. Ulusal Pazar yüzde 49'luk oranla İMKB 100 dışı şirketlere göre daha iyi bir tablo çizmektedir. Bu alanda 2004-2009 döneminde en iyi gelişmeyi yüzde 125 ile İMKB 30 dışı şirketler göstermiştir. Onu Gözaltı Pazar şirketleri izlemektedir.

4.3.13 Şirketin Yönetim Kurulu Üyeleri ve Yöneticilerinin Yetki Ve Sorumluluklarına Şirket Esas Sözleşmesinde Açıkça Yer Verildi mi?

Bu sorunun yanıtı aranırken kurumsal yönetim ilkeleri uyum raporlarına ek olarak şirket esas sözleşmeleri incelenmiş ve esas sözleşmede sadece yönetim kurulu üyelerinin yetki ve sorumluluklarına yer verilmesi durumunda 0,5, yöneticilere de değinilmesi durumunda 1 değeri verilmiştir. Bu veri yıllar itibarıyla değişiklik göstermemektedir.

Şirketlerin sadece yüzde 12'sinin esas sözleşmesinde yönetim kurulu üyeleri ve yöneticilerin yetki ve sorumluluklarına değinilmediği görülmektedir. Bu bilgilere şirketlerin yüzde 62'sinde kısmen değinilirken, yüzde 26'sinde tam olarak yer almaktadır. SPK (2004), esas sözleşmesinde yönetim kurulu üyeleri ve yöneticilerin yetki ve sorumluluklarına değinmeyen şirketlerin oranını tüm şirketlerde yüzde 21, İMKB 30 şirketlerinde ise yüzde 12 olarak vermektedir. SPK (2005) ise bu oranı yüzde 19 olarak göstermektedir.

Yönetim kurulu üyeleri ve yöneticilerin yetki ve sorumluluklarına yönelik esas sözleşmelerinde madde bulunmayan şirketlerin oranı Gözaltı Pazarı'nda yüzde 17 iken bu oran İkinci Ulusal ve Ulusal Pazar'da yüzde 11 ve 12'ye gerilemektedir. Ulusal Pazar'da ise İMKB 100 dışı şirketlerin yüzde 16'lık oranla İkinci Ulusal Pazar şirketlerinden daha kötü performans sergiledikleri görülmektedir. Bu oran İMKB 30 dışı 100 şirketlerinde yüzde 9'a gerilerken, İMKB 30 şirketlerinden esas sözleşmesinde Yönetim kurulu üyeleri ve/veya yöneticilerin yetki ve sorumluluklarına yönelik madde bulunmayan şirket yoktur.

Hem yönetim kurulu üyelerine hem de yöneticilere yönelik olarak madde bulunan şirket sayısı İMKB 30 şirketlerinde yüzde 55'e ulaşırken, bu oran İMKB 30 dışı 100'de yüzde 32'ye İMKB 100 dışı Ulusal Pazar'da ise yüzde 21'e gerilemektedir. İkinci Ulusal şirketlerinde bu oranın yüzde 28 olduğu göz önüne alındığında İMKB 100 dışı şirketler yine geride kalmaktadır.

4.3.14 Yönetim Kurulu Toplantı ve Karar Nisabına Esas Sözleşmede Yer Verildi mi?

İncelemeye tabi tutulan 215 şirketten 121'inin esas sözleşmesinde yönetim kurulunun toplantı ve karar nisabı bulunmaktadır. Yani incelenen tüm şirketlerin yüzde 56'sının esas sözleşmesinde yönetim kurulu toplantı ve karar nisabı bulunmaktadır. Güncel esas sözleşmeler incelendiği için yıllar itibarıyla bu veride bir gelişim yoktur.

Yönetim kurulu toplantı ve karar nisabına esas sözleşmede yer veren şirketlerin oranı Ulusal Pazar'da yüzde 57 iken, bu oran Gözaltı Pazarı'nda yüzde 50'ye İkinci Ulusal Pazar'da ise yüzde 44'e düşmektedir. İMKB 100 şirketlerinde bu oran yüzde 58, İMKB 30 şirketlerinde ise yüzde 59'a kadar yükselmektedir. Kobirate (2012) yönetim kurulu toplantı ve karar nisabına ana sözleşmede yer veren İMKB 100 şirketlerinin oranını yüzde 62 olarak vermektedir.

4.3.15 Yönetim Kurulu Sekretaryası Var mı?

Yönetim kurulunun çalışmalarını desteklemek üzere bir sekretarya kuran şirket sayısı 2004 yılında 93 iken, 2009 yılına gelindiğinde 97 adet olduğu görülmektedir. Bu çerçevede 2009 itibariyle şirketlerin yüzde 45'i yönetim kurulunun faaliyetlerine desteklemek üzere bir sekretarya bulunduğunu beyan etmişlerdir.

Gözetli Pazarı ve Ulusal Pazar'da şirketlerin yüzde 50'sine yakınının yönetim kuruluna hizmet vermek için kurulmuş bir sekretarya bulunurken, bu oran İkinci Ulusal Pazar'da yüzde 22'ye gerilemektedir.

Ulusal Pazar'da ise İMKB 30 şirketlerinin yüzde 68'lik bir oran ile açık ara ile önde olduğu görülmektedir. İMKB 30 dışı 100 şirketlerinde yönetim kurulu sekretaryası bulunan şirketlerin oranı yüzde 54 olurken, İMKB 100 dışı Ulusal Pazar şirketlerinde bu oran yüzde 40'a kadar gerilemektedir. 2009 itibariyle İMKB 100 şirketlerinin yüzde 58'inde yönetim kuruluna bağlı bir sekretarya bulunmaktadır. İyışirket (2006) İMKB şirketlerinin yüzde 38'inde yönetim kuruluna bağlı bir sekretarya bulunduğu sonucuna ulaşmıştır.

4.3.16 Yönetim Kurulu Toplantısında Farklı Görüş Açıklanan Konulara İlişkin Makul ve Ayrıntılı Karşı Oy Gerekçeleri Karar Zaptına Geçiriliyor mu?

96 şirket yönetim kurulu toplantılarında farklı görüş açıklanan konulara ilişkin karşı oy gerekçelerinin karar zaptına geçirildiğini beyan etmişlerdir. Bu incelenen şirketlerin yüzde 45'ine tekabül etmektedir. Yıllar itibariyle bu veride bir değişiklik olmamıştır.

Ulusal Pazar şirketlerinin yüzde 47'sinde yönetim kurulu üyelerinin farklı görüşleri ve ayrıntılı karşı oy gerekçeleri karar zaptına geçirilirken, bu oran İkinci Ulusal Pazar'da yüzde 39'a, Gözetli Pazar'ında yüzde 17'ye gerilemektedir.

Ulusal Pazar'da ise İMKB 30 dışı 100 şirketlerinin yüzde 54'lük oranla lider olduğu, İMKB 100 dışı şirketlerin ise yüzde 42'lik oranla geride kaldıkları görülmektedir.

4.3.17 SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'nin IV. Bölümü'nün 2.17.4'üncü Maddesinde Yer Alan Konularda Yönetim Kurulu Toplantılarına Fiilen Katılım Sağlanıyor mu?

2004 yılında 110 şirket 2009 yılına gelindiğinde ise 113 şirket SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'nin IV. Bölümü'nün 2.17.4'üncü maddesinde yer alan konularda yönetim kurulu toplantılarına fiilen katılım gerçekleştirdiğini beyan etmişlerdir. Bu da incelenen şirketlerin 2009 yılında yüzde 53'üne denk gelmektedir. SPK (2005) ise yönetim kurulu toplantılarına fiilen katılım konusunda bilgi veren şirketlerin oranını yüzde 50 olarak vermektedir.

Önemli konulardaki yönetim kurulu toplantılarına katılan şirketlerin oranı Ulusal Pazar'da yüzde 54 iken, bu oran İkinci Ulusal Pazar'da yüzde 44'e Gözaltı Pazar'ında yüzde 33'e gerilemektedir. Yüzde 64'lük oranla İMKB 30 dışı 100 şirketleri önemli yönetim kurulu kararlarına katılım sağlandığını belirten şirketlerin oranının en yüksek olduğu grubu oluşturmaktadır. Bu oran İMKB 100 dışı ve İMKB 30 şirketlerinde yüzde 50'ye gerilemektedir.

4.3.18 Bağımsız Üyelerin Farklı Görüş Açıkladığı Konulara İlişkin Karşı Oy Gerekçeleri Kamuya Açıklanıyor mu?

Bağımsız üyelerin farklı görüş açıkladığı konulara ilişkin karşı oy gerekçelerinin kamuya açıklandığını belirten şirket sayısı 2004 yılında 4 iken bu sayı 2009 yılına gelindiğinde 6'ya çıkmıştır. SPK (2004) ise tüm şirketlerin yüzde 12'sinde, İMKB 30 şirketlerinin ise yüzde 15'inde bağımsız üyelerin farklı görüş açıkladığı konulara ilişkin oy gerekçelerinin kamuya açıklandığını ifade etmiştir.

Bağımsız üyelerin farklı görüş açıkladığını belirten şirketler Akenerji, Denizbank, Doğan Yayın Holding, Good Year ve Hürriyet Gazetecilik olmuştur. Şirketlerin hepsi Ulusal Pazar şirketi iken 4'ü İMKB 100 şirkettir, biri aynı zamanda İMKB 30 şirkettir.

4.3.19 Toplantı Esnasında Yönetim Kurulu Üyesi Tarafından Yöneltilen Sorular Karar Zaptına Geçiriliyor mu?

Şirketlerin sadece yüzde 27'si yönetim kurulu üyesi tarafından yöneltilen soruların karar zaptına geçirildiğini beyan etmiştir. Zaten çoğunlukla yönetim kurulunun toplantıya yönelik ortak karar aldıkları ve bu ortak kararı zapta geçirme eğiliminde oldukları görülmektedir. SPK (2005) şirketlerin yüzde 57'sinin yönetim kurulu üyelerinin sordukları soruların karar zaptına geçirilip geçirilmediği konusunda bilgi verdiğini belirtmiştir.

Toplantı esnasında yönetim kurulu üyeleri tarafından yöneltilen soruların karar zaptına geçirildiğini açıklayan şirketlerin oranı Ulusal Pazar'da yüzde 28 iken, bu oran Gözaltı Pazarı'nda ve İkinci Ulusal Pazar'da yüzde 17'ye gerilemektedir. Ulusal Pazar'da ise İMKB 30 şirketleri yüzde 36'lık oranla lider konumundadır. Diğerleri ise Ulusal Pazar ortalamasına yakındır.

4.3.20 Yönetim Kurulu Üyelerine Ağırlıklı Oy Hakkı ve/veya Olumsuz Veto Hakkı Tanınıyor mu?

Yönetim kurulu üyelerine ağırlıklı oy hakkı ve/veya olumsuz veto hakkı verdiğini açıklayan şirket olmamıştır. SPK (2004) şirketlerin yüzde 96'sında yönetim kurulu üyelerinin oy haklarının eşit olduğunu belirtmiştir.

4.3.21 Şirket Yönetim Kurulu Üyeleri için Şirketle İşlem Yapma ve Rekabet Yasağı Uygulanıyor mu?

26 şirket yani incelenen şirketlerin yüzde 12'si yönetim kurulu üyelerine açık bir şirketle işlem yapma ve rekabet yasağı uygulandığını açıklamıştır. 26 şirketten 19'u Ulusal Pazar şirketi 5'i İkinci Ulusal Pazar şirketi, 1'i Gözaltı Pazarı şirkettir. Ulusal Pazar şirketlerinden 9'u İMKB 100, 3'ü İMKB 30 şirkettir. SPK (2004) ise tüm şirketlerin yüzde 46'sının, İMKB 30 şirketlerinin ise yüzde 50'sinin rekabet yasağı uyguladığını belirtmektedir. SPK (2005), şirketlerin yüzde 35'inin yönetim kurulu üyelerinin şirketle iş ve işlem yapma ve rekabet etme yetkisi verdiğini ifade etmektedir.

4.3.22 Denetimden Sorumlu Bir Komite Kuruldu mu?

2004 yılında 195 şirket 2009 yılına gelindiğinde ise 206 şirket faaliyette olan bir denetim komitesi olduğunu belirtmişlerdir. Bu şirketlerin yüzde 95'inde denetim komitesi olduğuna işaret etmektedir. Öte yandan Ararat (2010) bu oranı yüzde 81 olarak belirlemiştir. İyışirket (2006) İMKB 100 şirketlerinin yüzde 86'sında, Kobirate (2012) ise yüzde 91'inde denetim komitesi olduğu tespitini yapmıştır.

Bu konuda açıklama yapmayan 9 şirketten 7'si Ulusal Pazar şirkettir. Şirketlerden ikisi İMKB 30 şirkettir.

4.3.23 Kurumsal Yönetim Komitesi Kuruldu mu?

2004 yılında incelemeye tabi olan şirketlerin yüzde 17'sinde bir kurumsal yönetim komitesi bulunurken, 2009 yılına gelindiğinde bu oran yüzde 36'ya çıkmıştır. Kurumsal yönetim komitesi bulunan şirket sayısı 2004-2009 döneminde yüzde 111 artmıştır. SPK'ya (2005) göre şirketlerin yüzde 13'ü kurumsal yönetim komitesi kurmuştur. Kobirate (2012) İMKB 100 şirketlerinin yüzde 55'inde, İMKB 30

şirketlerinin ise yüzde 60'ında kurumsal yönetim komitesi olduğu sonucuna ulaşmıştır.

2004 yılında Ulusal Pazar şirketlerinin yüzde 17'sinde kurumsal yönetim komitesi varken bu oranın İkinci Ulusal Pazar şirketlerinde yüzde 28'e ulaştığını görüyoruz. Bu tarihte, incelenen Gözaltı şirketlerinin ise hiçbirinde kurumsal yönetim komitesi bulunmamaktadır.

Ulusal Pazar içinde ise İMKB 100 dışında kurumsal yönetim komitesi bulunan şirketlerin oranı yüzde 10'a kadar düşmektedir. Ancak 2004 yılında İMKB 100 şirketlerinde kurumsal yönetim komitesi olan şirketlerin oranı yüzde 26'ya yükselmektedir. 2004 yılında İMKB 30 şirketleri ile İMKB 100'ün kalanı arasında bu açıdan büyük bir fark olmadığı görülmektedir. Öte yandan İyışirket (2006) İMKB 100 şirketlerinde kurumsal yönetim komitesi olan şirketlerin oranını yüzde 32 olarak vermektedir.

2009 yılına gelindiğinde ise Ulusal Pazar şirketlerinin yüzde 38'lik oran ile İkinci Ulusal şirketlerini biraz geçtiği görülmektedir. Öte yandan 2009 itibariyle İMKB 100 şirketlerinin yüzde 50'sinde kurumsal yönetim komitesinin kurulduğu beyan edilmiştir. 2009 yılına gelindiğinde İMKB 30 şirketleri ile İMKB 30 dışı 100 şirketleri arasındaki farkın açıldığı görülmektedir: İMKB 30 şirketlerinin yüzde 59'unda kurumsal yönetim komitesi bulunurken İMKB 30 dışı 100 şirketlerinde bu oran yüzde 46'ya gerilemektedir.

2004-2009 döneminde Ulusal Pazar şirketleri kurumsal yönetim komitesi bulunduran şirket oranında yaşanan yüzde 124'lük artışla İkinci Ulusal şirketlerine göre (yüzde 25 artış) daha iyi performans göstermişlerdir.

Ulusal Pazar içinde İMKB 100 dışı şirketlerin yüzde 190'lık artış gösterdiği, ancak İMKB 30 şirketlerinin de yüzde 119'lük artışla bu alanda iyileşme sağlayan gruplar arasında önde geldiği görülmektedir.

4.3.24 Komite Başkanları Bağımsız Yönetim Kurulu Üyesi mi?

Şirketlere not verilirken denetim ve kurumsal yönetim komitesinden herhangi birinin başına bağımsız yönetim kurulu üyesi getirilmiş olması yeterli sayılmıştır. 2004 yılında sadece 14 şirket denetim ve kurumsal yönetim komitesinin başında bağımsız yönetim kurulu üyesi bulunduğunu belirtirken, bu sayı 2009 yılında ancak 22'ye çıkmıştır. Bu da tüm şirketlerin yüzde 10'una denk gelmektedir.

2009 yılı itibariyle incelenen Gözaltı ve İkinci Ulusal Pazar şirketlerinden komite başkanlarını bağımsız üyelere seçtiklerini açıklayan yoktur. Ulusal Pazar'da ise şirketlerin yüzde 12'si bu yönde bir açıklamada bulunmuşlardır. İMKB 100 dışı şirketlerde bu oran yüzde 8 iken İMKB 100 şirketlerinde bu oran yüzde 17'ye yükselmektedir. İMKB 100 içinde ise 30 şirketlerinin yüzde 23'lük oran ile lider olduğu, 30 dışı 100 şirketlerinde ise bu oranın yüzde 14'e gerilediği görülmektedir.

4.3.25 Yönetim Kurulu En Az Her Çeyrekte Bir Toplanıyor mu?

194 şirket yönetim kurulunun en az her çeyrekte bir toplandığı beyan etmiştir. Yıllar itibariyle bu veride bir değişiklik yaşanmamıştır. Sadece 21 şirketin böyle bir beyanı yoktur. Bu anlamda İMKB şirketlerinin yönetim kurullarının asgari sayıda toplandıkları görülmektedir.

Yönetim kurullarının en az her çeyrekte toplandığını beyan etmeyen şirketler açısından Ulusal Pazar şirketleri yüzde 9'luk oran ile yüzde 17'lik orana sahip olan Gözaltı Pazar ve İkinci Ulusal Pazar şirketlerine göre daha iyi durumdadır. İMKB 100 şirketlerinin ise yüzde 10'luk oranla İMKB 100 dışı şirketlere göre daha kötü performans sergiledikleri görülmektedir. İMKB 30 şirketlerinin ise yüzde 14 ile yüksek bir oranda bu konuda bilgi vermemeleri sürprizdir.

4.3.26 Yönetim Kurulu Başkanı ve Genel Müdür Aynı Aileden/Kontrol Eden Gruptan mı ?

46 şirkette yönetim kurulu başkanı ve genel müdürün aynı aileden/kontrol eden gruptan seçildiği görülmektedir. bu da incelemeye tabi olan şirketlerin yüzde 21'idir.

4.4 KURUMSAL YÖNETİM ALANINDA GERÇEKLEŞEN DEĞİŞİMLER

Şirketlerin 2004-2009 döneminde yaptıkları değişimlerin büyük bir kısmının kamuyu aydınlatma alanında olduğu görülmektedir. 2004, 2005, 2006 yıllarında şirketlerin kurumsal yönetim anlamında yaptıkları iyileştirmelerin tüm gelişme kaydedilen alanlar içinde yüzde 50'ye yakını kamuyu aydınlatma alanında iken bu oran 2008 yılında yüzde 59'a, 2009 yılında ise yüzde 68'e çıkmıştır.

Pay sahipleri ve yönetim kurulu alanında ise daha dalgalı bir değişim sergilenmiştir. Pay sahipleri alanında yapılan iyileştirmelerin 2005 yılında yüzde 26, 2007 yılında ise yüzde 31'lik bir pay aldıktan sonra yüzde 20'li seviyelere gerilediği görülmektedir. Yönetim kurulu alanında yapılan değişikliklerin tüm değişiklikler içindeki payı ise 2006 yılındaki yüzde 30'a ulaşan payından sonra yüzde 20'li seviyelere gerilediği, en büyük düşüşün ise yüzde 11'lik paya gerilemeyle 2009 yılında yaşandığı görülmektedir.

Tek tek değişim yapılan alanlar incelendiğinde ise 2004-2009 döneminde kurumsal yönetim alanında yapılan tüm iyileştirmeler içinde yüzde 13'lük payla faaliyet raporunda iyileşmenin liderlik yaptığı, onu yüzde 12'lik payla bilgilendirme politikasının benimsenmesinin izlediği görülmektedir. Özel haller konusunda ek açıklanma istenmemesinin yüzde 10'luk payla kurumsal yönetim notundaki değişim üzerinde etkili olduğu görülmektedir. En büyük gelişmenin yaşandığı bu üst grubu yüzde 7'lik iyileşme ile internet sitesinin geliştirilmesi, yüzde 6'lık payla pay sahipleri biriminin kurulması, yüzde 5'lik payla genel kurul tutanaklarının internet sitesine konması izlemektedir.

Yüzde 3-4 arasında iyileştirme yaşanan alanlar ise genel kurul ilanlarının internetten de yapılmaya başlanması, içeriden öğrenebilecek durumda olan kişilerin listesinin açıklanması, pay sahiplerine yönelik internet sitesi oluşturulması, risk yönetim ve iç kontrol mekanizması oluşturulması veya geliştirilmesi, kurumsal yönetim komitesi kurulması, etik kuralların belirlenmesi, genel kurul toplantısı öncesinde faaliyet raporunun internet sitesine konmaya başlanması ve kar dağıtım politikası benimsenmesi gibi alanlar olmuştur.

2004-2009 döneminde şirketlerin kurumsal yönetim notlarını olumsuz anlamda etkileyecek gelişmeler de olmuştur. 2004-2009 döneminde şirketlerin kurumsal yönetim notlarını olumsuz etkileyen unsurlarda yüzde 71'lik payla kamuyu aydınlatma ağırlık taşımaktadır. Onu yüzde 24'le yönetim kurulu izlemektedir.

2004-2009 döneminde şirketlerin kurumsal yönetim notunu olumsuz etkileyen unsurların yüzde 53'ünün yaptıkları özel hallere ilişkin açıklamalara yönelik olarak ek açıklama istenmesi olmuştur. Anılan dönemde şirketlerin kurumsal yönetim alanında en büyük gerileme yaşadıkları ikinci alan ise yüzde 17 ile genel müdürün yönetim kuruluna girmesi olmuştur. Şirketlerin faaliyet raporlarında kötüleşme yaşanması ise yüzde 12 ile üçüncü en çok kötüleşme yaşanan alan olmuştur³⁵. Yüzde 6'lık oranla özel hallere ilişkin SPK ve İMKB'nin uyarıda bulunması ise şirketlerin kurumsal yönetim notlarında gerileme yaşanmasına yol açan diğer bir alan olmuştur.

4.5 BÖLÜM ÖZETİ

- 2004 yılında tüm şirketlerin yüzde 33'ünün ayrı bir pay birimi bulunurken, bu oran 2009 yılına gelindiğinde yüzde 64'e çıkmıştır. İMKB 30 şirketlerinde bu oran yüzde 86'dır. Bulunan sonuçlar diğer çalışmalarla paraleldir.

³⁵ Şirketlerin faaliyet raporlarındaki kötüleşme bazen faaliyet raporunda gözlenen gerilemeden kaynaklanırken, bazen de internet sitesine raporun eksik konmasından kaynaklanmıştır.

- Şirketlerin neredeyse tümünde özel denetçi atanması bireysel bir hak olarak düzenlenmemiştir.
- 2004 yılında şirketlerin yalnızca yüzde 20'si genel kurul ilanlarını 3 hafta önceden gerçekleştirirken, bu oran 2009 yılında sadece yüzde 28'e yükselmiştir.
- Genel kurul toplantısı öncesinde faaliyet raporu, mali tablo ve raporlarını aynı zamanda internete koyduğunu açıklayan şirketlerin oranı yüzde 22 iken, bu oran 2009 yılına gelindiğinde yüzde 41'e yükselmiştir. Bu oran 2009 yılında İMKB 100 şirketlerinde yüzde 57'dir.
- Şirketlerin yüzde 53'ü genel kurul toplantılarının menfaat sahiplerine ve medyaya açık olduğunu açıklamıştır. Bu konuda en yüksek oran yüzde 67 ile İMKB 30 dışı 100 endeksi şirketleridir.
- Şirketlerin sadece yüzde 5'inde önemli tutarda malvarlığı alım satımı ve kiralanması gibi konulara ilişkin kararların genel kurulda alınmasına yönelik esas sözleşmesinde hüküm bulunmaktadır.
- Genel kurul toplantı ilanlarını internette de yaptığını açıklayan şirketlerin oranı tüm şirketler içinde 2004 yılında yüzde 22 iken, 2009 yılına gelindiğinde yüzde 45'e ulaşmıştır. 2009 yılında en yüksek oran yüzde 73 ile İMKB 30 şirketlerindedir.
- Genel kurul toplantı tutanaklarını internette tutan şirketlerin oranı 2004 yılında yüzde 35 iken, 2009 yılında yüzde 67'ye ulaşmıştır.
- Şirketlerin yüzde 40'ının oy hakkında imtiyaz bulunmaktadır. Ancak İMKB 30 dışı 100 endeksi şirketlerinde bu oran yüzde 57'ye yükselmektedir.

- Şirketlerin yüzde 26'sında kar payında imtiyaz bulunmaktadır. 2004 yılında şirketlerin yüzde 15'inde kar payı politikası bulunurken, 2009 yılında bu oran yüzde 29'a ulaşmıştır. İMKB 30 şirketlerinde bu oran yüzde 50'dir. Şirketlerin yüzde 24'ünün esas sözleşmesinde kar payı avansı verilmesine yönelik madde bulunmaktadır.
- İMKB şirketlerinde azınlık payları büyük çoğunlukla temsil edilmemektedir.
- Şirketler birikimli oy kullanma yöntemine yer vermemektedir.
- Şirketlerin yüzde 25'inde pay devrini kısıtlayan esas sözleşme hükümleri bulunmaktadır.
- Şirketlerin yüzde 35'i kamuyu aydınlatmadan sorumlu iki yöneticinin ismini açıklamaktadır.
- 2004 yılında şirketlerin yüzde 5'inin ayrıntılı bir bilgilendirme politikası bulunmakla birlikte, bu oran 2009 yılında yüzde 61'e yükselmiştir. 2009 yılında İMKB 30 şirketlerinin yüzde 91'inde ayrıntılı bilgilendirme politikası bulunmaktadır. Bu oran İMKB 100 dışı Ulusal Pazar şirketlerinde yüzde 53'e gerilemektedir.
- 2004 yılında tüm şirketlerin yüzde 37'sinde etik kurallar bulunurken bu oran 2009 yılına gelindiğinde yüzde 51'e yükselmiştir. İMKB 100 şirketlerinde etik kuralları olan şirketlerin oranı yüzde 87'ye yükselmektedir.
- 2004 yılında internet sitesi olan şirketlerin oranı yüzde 75 iken bu oran 2009 yılında yüzde 94'e yükselmiştir.
- Çalışmaya konu olan 215 şirketin 2004 yılında internet sitelerinde bulundurmaları gereken kriterlerin ortalama yüzde 40'ını bulundurdukları, bu

oranın 2009 yılına gelindiğinde yüzde 62'ye çıktığı görülmektedir. 2004-2009 döneminde en yüksek gelişmeyi gösteren kesim Gözaltı Pazarı ve İMKB 100 dışı şirketler olmuştur.

- 2009 yılı itibariyle internet sitelerinde şirketlerin yüzde 76'sında ticaret sicili bilgileri, yüzde 60'ında ortaklık ve yönetim yapısı, yüzde 50'sinde imtiyazlı paylar hakkında bilgi, yüzde 81'inde esas sözleşme, yüzde 85'inde özel durum açıklamaları, yüzde 93'ünde faaliyet raporları, yüzde 67'sinde periyodik mali tablo ve raporlar, yüzde 47'sinde izahname ve halka arz sirkülerleri, yüzde 57'sinde genel kurullara ilişkin bilgiler ve vekalet formları, yüzde 18'inde önemli yönetim kurulu raporları, yüzde 22'sinde sıkça sorulan sorular bulunmaktadır.
- Şirketlerin yüzde 53'ünde internet sitesi aynı zamanda İngilizce olarak da hazırlanmıştır. Bu oran İMKB 30 şirketlerinde yüzde 86'ya ulaşmaktadır.
- Şirketlerin yüzde 27'si nihai gerçek pay sahipleri konusunda bilgi vermektedir.
- İMKB şirketlerinin faaliyet raporlarında belirlenen 14 kriterin 2004 yılında ortalama yüzde 36'sı bulunurken, 2009 yılında bu oran 44'e ulaşmıştır.
- 2004 yılında şirketlerin yüzde 9'unda bağımsız yönetim kurulu üyesi bulunurken, bu oran 2009 yılına gelindiğinde yüzde 15'e çıkmıştır. Şirketlerin yalnızca yüzde 3'ünde bağımsız üyelerin sayısı ikiden veya yönetim kurulu üyelerinin sayısının üçte birinden fazladır.
- Şirketlerin yüzde 21'inin esas sözleşmesinde yönetim kurulu üyelerinde aranan nitelikler yer almaktadır.
- Şirketlerin yüzde 33'ü yönetim kurulu üyelerinin özgeçmişleri konusunda faaliyet raporunda bilgi vermektedir. İMKB 30 şirketlerinde bu oran yüzde 68'dir.

- Şirketlerin yüzde 20'sinin faaliyet raporlarında mali tablolara ilişkin yönetim kurulu beyanı bulunmaktadır. 2009 yılına gelindiğinde şirketlerin yalnız yüzde 12'sinde genel müdür aynı zamanda yönetim kurulu başkanıdır.
- 2009 itibariyle şirketlerin yüzde 88'inde yönetim kurulu üyelerinin yarısından fazlası icracı üyelerden oluşmamaktadır.
- Ancak 215 şirketin yüzde 59'unda genel müdür aynı zamanda yönetim kurulu üyesidir.
- Şirketlerin yüzde 69'u misyon ve vizyonunu tam açıklarken, yüzde 22'si de eksik de olsa açıklamaktadır.
- 2009 yılında şirketlerin yüzde 47'sinde risk yönetim ve iç kontrol mekanizması bulunmaktadır.
- Şirketlerin yüzde 12'sinin esas sözleşmesinde yönetim kurulu üyeleri ve yöneticilerin yetki ve sorumluluklarına değinilmemiştir.
- Şirketlerin yüzde 56'sının esas sözleşmesinde yönetim kurulu toplantı ve karar nisabı bulunmaktadır.
- Şirketlerin yüzde 45'inde yönetim kuruluna bağlı bir sekreteryaya bulunmaktadır.
- Şirketlerin yüzde 45'i farklı oy kullanan yönetim kurulu üyelerinin görüşlerinin karar zaptına geçtiğini açıklamıştır.
- Şirketlerin yüzde 53'ü yönetim kurulu üyelerinin önemli toplantılara fiilen katıldığını açıklamıştır.

- Şirketlerin sadece yüzde 27'si yönetim kurulu üyelerinin sordukları soruların karar zaptına geçtiğini açıklamışlardır.
- Şirketlerin yüzde 95'inde denetim komitesi bulunmaktadır.
- 2004 yılında şirketlerin yüzde 17'sinde kurumsal yönetim komitesi üyesi bulunurken, bu oran 2009 yılında yüzde 36'ya yükselmiştir. Bu oran İMKB 30 şirketlerinde yüzde 59'dur.
- Şirketlerin yüzde 10'unda komite başkanları bağımsız üyelerden seçilmektedir.
- Şirketlerin yüzde 89'u en az her çeyrekte bir toplanmaktadır.

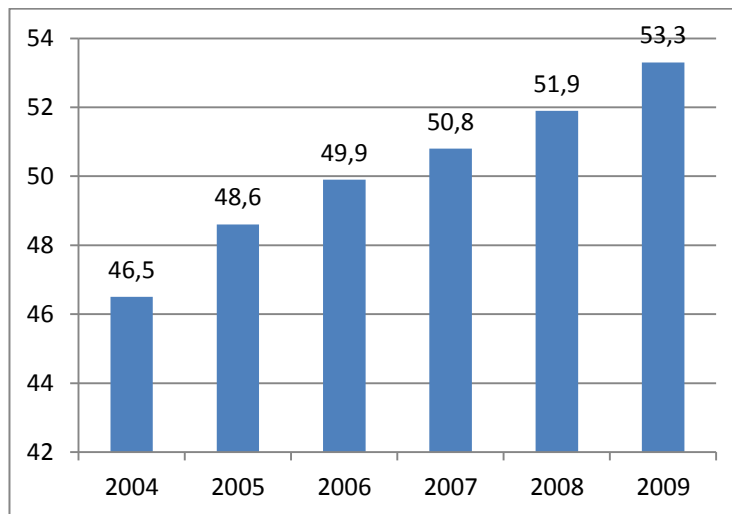
BÖLÜM V HESAPLANAN KURUMSAL YÖNETİM ENDEKSİNE İLİŞKİN DEĞERLENDİRME

Hisse senetleri asgari olarak 2004'ten bu yana İMKB'de işlem gören, menkul kıymet ve gayrimenkul yatırım ortaklıkları dışında kalan ve tüm verileri elde edilebilen 215 şirketten elde edilen verilerle her şirkete yönelik olarak 2004-2009 arasındaki 6 yıl için ayrı ayrı kurumsal yönetim notu hesaplanmıştır. Şirketler için 58 kritere dayalı olarak 100 üzerinden bir genel bir kurumsal yönetim notu oluşturulmuştur. Bunun yanında Pay Sahipleri, Kamuyu Aydınlatma ve Yönetim Kurulu olmak üzere 3 alt endeks oluşturulmuştur.

5.1 TÜM İMKB ŞİRKETLERİNİN KURUMSAL YÖNETİM NOTLARININ ORTALAMASI

215 şirketin kurumsal yönetim notu ortalaması 2004 yılında 100 üzerinden 46.5 iken, bu şirketlerin notlarının ortalaması 2009 yılında 53,3'e çıkmıştır. 2004, 2005, 2006 yıllarında tüm İMKB şirketlerinin kurumsal yönetim notları 50'nin altında iken 2007'den itibaren 50 değerinin üzerine çıkmıştır.

Grafik 5.1 Tüm İMKB Şirketlerinin Kurumsal Yönetim Notları



Sermaye Piyasası Kurulu tarafından kurumsal yönetim uyum raporlarının yayınlanmasının zorunlu kılındığı 2004 yılından başlayarak 2009 yılına gelindiğinde İMKB’de ortalama kurumsal yönetim notunun yüzde 14.7 arttığı görülmektedir. Tüm şirketlerin ortalama kurumsal yönetim notunun en yüksek artış gösterdiği yıl yüzde 4.5 ile 2005 yılı olmuştur. 2006-2009 yılları arasında ise kurumsal yönetim notunda yüzde 2’ye yakın veya üzerinde artış yaşanmıştır.

2004 yılında 4 şirketin notu 70’in üzerindeyken, 2009 yılına gelindiğinde 10 şirketin notu 70’in üzerindedir. Notu 60’ın üzerinde ancak 70’in altında olan şirket sayısında 2004-2009 döneminde önemli gelişim yaşandığı görülmektedir.

2004 yılında 8 şirketin notu 60-70 arasındayken, 2009 yılına gelindiğinde bu sayı 43’e çıkmıştır. Notları 50-60 arasında olan şirketlerin sayısı 2004 yılında 60 iken 2009 yılında bu sayı 81’e ulaşmıştır. 2004 yılında 90 şirketin notunun 40-50 aralığında yer aldığı, ancak bu sayının 2009 yılına gelindiğinde 62’ye düştüğü görülmektedir.

Aynı şekilde 2004 yılında 52 şirketin notu 30-40 aralığında iken, 2009 yılına gelindiğinde bu aralıkta bulunan şirket sayısı 19’a gerilemiştir. Sonuç olarak 2004 yılında 143 şirketin notu 50 seviyesinin altındayken, 2009 yılında bu sayı 81’e gerilemiştir. Bu çerçevede 62 şirketin notu 50 seviyesinin üzerine çıkmıştır.

6 şirketin uç değer konumunda olduğu görülmektedir. 6 şirket 2004-2009 döneminde kurumsal yönetim notunu yüzde 41,4 ve üzerinde geliştirmişlerdir. 13 şirket ise notunu yüzde 30-40 arasında artırmıştır. Şirketlerin yüzde 40’ına yakınının bu dönemde notlarını yüzde 10-20 arasında artırdığı görülmektedir. Şirketlerin yüzde 27’si ise notlarını yüzde 0-10 oranında artırmıştır. 9 şirketin notu 6 yıl içinde değişim göstermezken 4 şirketin notu ise gerilemiştir.

Şirketlerin ulaştığı maksimum kurumsal yönetim notu değerlerinde de incelemeye konu olan dönemde artış yaşanmıştır. 2004 yılında bir şirketin aldığı en yüksek kurumsal yönetim notu 75,2 iken 2009 yılına gelindiğinde bu değer 83,6’ya ulaşmıştır.

Yıllar itibariyle en düşük kurumsal yönetim notu da 2004-2005 yıllarında 25,2 iken 2006 yılından itibaren 30,8'e ulaşmıştır.

Şirketlerin kurumsal yönetim notları arasındaki farklılığı göstermesi açısından her yıl için standart sapma hesaplandığında ise 2009 yılı hariç standart sapmanın artış eğiliminde olduğu görülmektedir. Bu da yıllar içinde kurumsal yönetim uygulamaları açısından şirketler arasındaki farklılığın yükseldiğine işaret etmektedir.

2004-2009 dönemindeki tüm yıllarda Ulusal Pazarda işlem gören şirketlerin kurumsal yönetim not ortalamaları tüm İMKB şirketleri ortalamasından, bu veri ise İkinci Ulusal Pazar'da işlem gören şirketlerin not ortalamasından daha yüksektir. İkinci Ulusal Pazar'da işlem gören şirketlerin kurumsal yönetim not ortalamaları ise Gözaltı Pazar'ında işlem gören şirketlerin not ortalamasından daha yüksektir.

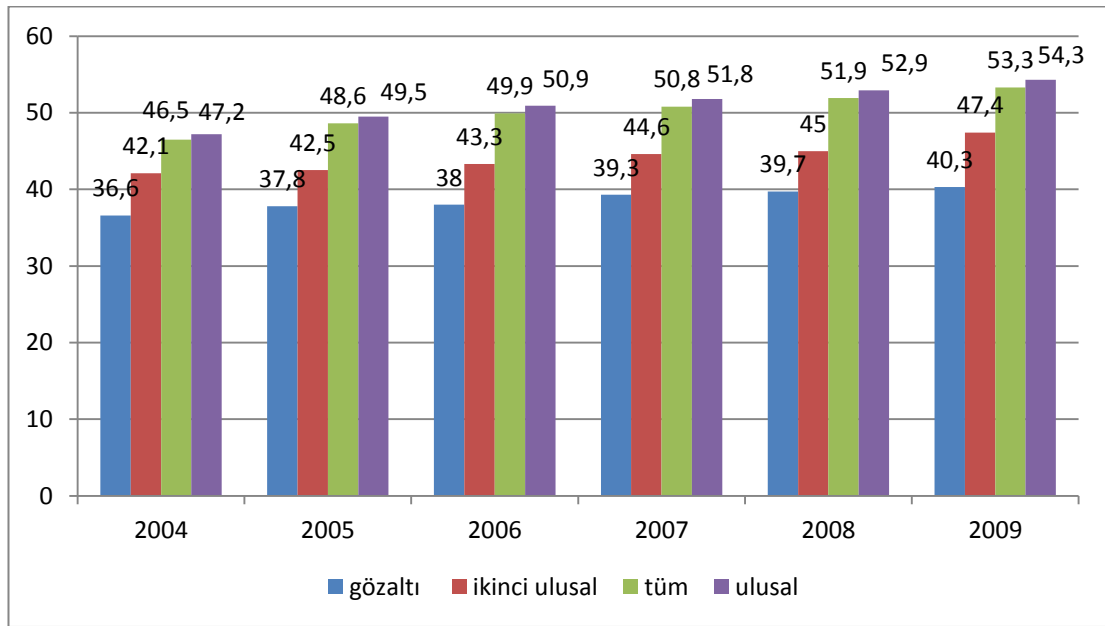
2004 yılında yukarıda belirtilen dört grupta da yer alan şirketlerin kurumsal yönetim not ortalamalarının 50 eşiğinin altında olduğu görülmektedir. Gözaltı Pazarı'nda işlem gören şirketlerin kurumsal yönetim not ortalamaları ise 40'ın da altındadır. Ulusal Pazar'da işlem gören şirketlerin notları 2006 yılından, tüm İMKB şirketlerin notları 2007 yılından itibaren 50 değerini geçmiştir. İkinci Ulusal Pazar'da yer alan şirketlerin ortalama notları yıllar itibariyle yükselmesine rağmen 2009 yılına gelindiğinde bile 50 değerinin altında kalmıştır. Gözaltı Pazarı'nda işlem gören şirketlerin ortalama notları ise 2009 yılına kadar 40 değerinin altında kalmış, 2009 yılına gelindiğinde ise 40 değerine ulaşmıştır.

2004-2009 döneminde ortalama kurumsal yönetim notları en çok yükselen Pazar yüzde 15'lik artışla Ulusal Pazar şirketleri olmuştur. Söz konusu dönemde İkinci Ulusal Pazar'da yer alan şirketlerin notları yüzde 12,6 artarken, Gözaltı Pazarı'nda işlem gören şirketlerindeki yükseliş yüzde 10,1'de kalmıştır.

Ulusal Pazar'da işlem gören şirketlerin ortalama kurumsal yönetim notları ile Gözaltı Pazar'da işlem gören şirketlerin notları arasındaki fark 2004 yılında yüzde 29 iken bu fark 2009 yılında yüzde 34,7'ye çıkmıştır. Ulusal Pazar'da

işlem gören şirketlerin ortalama kurumsal yönetim notları ile İkinci Ulusal Pazar'da işlem gören şirketlerin notları arasındaki fark ise yine aynı dönemde yüzde 12,1 iken yüzde 14,6'ya çıkmıştır. İkinci Ulusal Pazar'da işlem gören şirketlerle Gözaltı Pazarı'nda işlem gören şirketlerin notları arasındaki farklılık ise 2004 yılında yüzde 15 iken 2009 yılına gelindiğinde yüzde 17,6'ya ulaşmıştır.

Grafik 5.2: Ulusal İkinci Ulusal ve Gözaltı Pazarlarındaki Şirketlerin Ortalama Kurumsal Yönetim Notları



2004-2009 döneminde kurumsal yönetim notunu en çok artıran temel grubun yüzde 18,2'lik artışla İMKB 30 dışında kalan İMKB 100 şirketleri olduğunu görüyoruz. Bu grubu yüzde 15,2'lik artışla İMKB 100 dışında kalan şirketler izliyorlar. Öte yandan 2004 yılında zaten diğer gruplarla karşılaştırıldığında yüksek bir kurumsal yönetim notu ile başlayan İMKB 30 şirketlerinin aynı başarıyı notlarını yükseltmede gösteremediği ve artış oranında en geride kalan grup olduğu görülüyor.

İMKB-100 dışında kalan şirketlerin kurumsal yönetim notlarının 2004 yılında 44,7 seviyesinde olduğu ve 2008 yılına kadar 50 değerinin altında kaldığı görülmektedir. Bu çerçevede İMKB-100 şirketleri ile bu endeksin dışındaki şirketler arasında kurumsal yönetim anlamında belirgin bir ayrışma

bulunmaktadır. Bu sonuçlar beklentilere de daha uygundur. İMKB100 endeksinde birçok kritere göre daha yüksek koşulları karşılayan şirketler işlem görmektedir.

İMKB-30 şirketlerinin notlarına bakıldığında ise, ortalama notların daha da yükseldiği görülmektedir. İMKB-30 dışında kalan ancak 100 endeksi içinde olan şirketlerin ortalama kurumsal yönetim notları 2004 ve 2005 yıllarında 50'nin altında olmasına rağmen, bu dönemde İMKB-30 şirketlerinin notlarının 2005 sonrasında 60 seviyesine yakın olduğu görülmektedir.

Ancak 2006-2009 döneminde 30 dışında kalan İMKB100 şirketlerinin kurumsal yönetim notlarında artış yaşanmasına rağmen, 30 şirketlerinin notunun yatay seyrettiği ve iki grup arasındaki farkın azaldığı görülmektedir.

İMKB 30 şirketlerinin notu İMKB 100 dışında kalan şirketlere göre 2004 yılında yüzde 25,9 daha iyiyken, bu fark 2009 yılında yüzde 18,7'ye gerilemiştir. Ancak İMKB 30 şirketlerinin kurumsal yönetim notları 30 dışında kalan İMKB-100 şirketlerinin notlarına göre 2004 yılında yüzde 14,5 daha yüksek iken, 2009 yılında bu fark yüzde 5,2'ye gerilemiştir.

İMKB'de hesaplanan genel sektör endekslerine bakıldığında ise Mali endekste bulunan şirketlerinin kurumsal yönetim notlarının hem Sınai hem de hizmetler sektöründeki şirketlere göre daha yüksek olduğu görülmektedir. 2004 yılında Mali sektörde yer alan şirketlerin kurumsal yönetim notlarının, hem Sınai hem de Hizmetler endeksinde yer alan şirketlere göre yüzde 18'in biraz üzerinde daha yüksek olduğu görülmektedir. 2009 yılına gelindiğinde Mali sektör ile Hizmetler arasındaki farkın yüzde 15,6'ya gerilemekle birlikte, Mali sektör Sınai sektör arasındaki farkın sadece yüzde 17'ye gerilediği görülmektedir.

2004-2009 döneminde;

- Mali endekste yer alan şirketlerin kurumsal yönetim notlarının yüzde 13,9,
- Sınai endeksinde yer alan şirketlerin kurumsal yönetim notlarının yüzde 15,3,

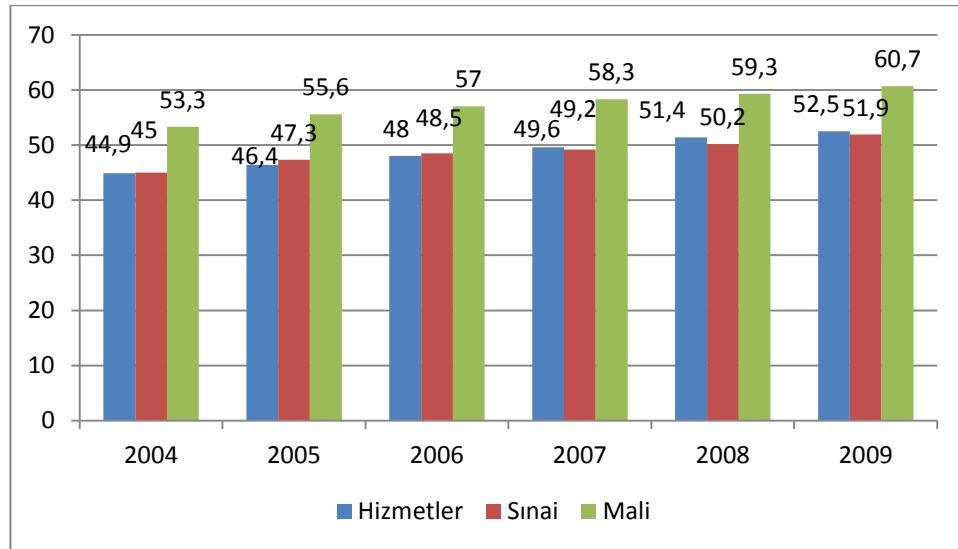
- Hizmetler endeksinde yer alan şirketlerin kurumsal yönetim notlarının ise yüzde 16,9

arttığı görülmektedir.

Bu çerçevede kurumsal yönetim anlamında en yüksek ilerlemenin Hizmetler endeksindeki şirketlerde gerçekleştiği görülmektedir. Kurumsal yönetim notunun ortalama olarak daha yüksek olduğu Mali sektörün ise anılan dönemde kurumsal yönetim anlamında daha düşük bir ilerleme kaydetmekle birlikte ortalamada diğer iki sektöre göre kurumsal yönetim anlamında liderliğini sürdürdüğü görülmektedir.

Alt sektörler itibariyle bakıldığında; İMKB’de 18 alt sektör endeks bulunmaktadır. Bu sektörlerde yer alan kurumsal yönetim notları incelendiğinde 2004 yılında 18 sektörün notlarının ortalaması 2004 yılında 47,3 iken 2006 yılında 50 sınırını geçtiği 2009 yılında ise 54,6’ya ulaştığı görülmektedir.

Grafik 5.3: İMKB’deki Temel Sektör Endekslerine Göre Şirketlerin Kurumsal Yönetim Notları



2004 yılında finans sektöründe yer alan banka faktoring ve sigorta şirketlerine ek olarak holding sektörünün ortalama kurumsal yönetim notunun 50’nin üzerinde bulunduğu görülmektedir. Bu sektörler dışındaki sektörlerin kurumsal yönetim notlarının ortalaması 50’nin altında bulunmaktadır. 2004 yılında banka

holding ve faktöring şirketlerinin sırasıyla 55,9, 53,6 ve 53,3 olan kurumsal yönetim notları uç değer konumundadır. Yani kurumsal yönetim ilkeleri daha yeni uygulamaya girdiğinde, bu sektörlerin kurumsal yönetim uygulamalarının diğer sektörlerin ilerisinde olduğu görülüyor. Ancak diğer sektörlerin de kurumsal yönetim uygulamalarını geliştirmeleri ile birlikte 2005-2009 döneminde istatistiki açıdan uç değer durumunda olan sektör kalmadığı görülmektedir. 2009 yılına gelindiğinde ortalama kurumsal yönetim notları en yüksek olan sektörler banka, sigorta, holding, ulaştırma ve faktöring şirketleridir. 2004-2009 döneminde ilk beşte yer alan sektörlerde bir değişiklik olmamakla birlikte sıralamalarında değişiklik gerçekleşmiştir. Bankacılık sektörü liderliğini korurken, 2004 yılında 3. olan sigorta sektörü ikinciliğe yükselmiş ikinci olan holding sektörü ise üçüncülüğe düşmüştür. 2004 yılında üçüncü sırada olan faktöring sektörü ise 2009 yılında beşinciliğe düşmüştür.

Kurumsal yönetim anlamında banka, sigorta, faktoring ve holding şirketlerinin önde gelmelerinin nedenleri olarak şirket büyüklüğü rol oynamış olmakla birlikte, bunun dışında özellikle finans sektörünün kamu tarafından yoğun bir şekilde düzenlenmekte olması, reel sektör şirketlerine uygulanmayan belirli kıstaslara uyum zorunlulukları bulunması ve bu çerçevede bu şirketlerin düzenleyici kurumlara yönelik zaten düzenli bir bilgilendirme faaliyetinde olmaları rol oynamış olabilir.

2004-2009 döneminde tüm sektörlerin kurumsal yönetim notlarındaki artış ortalaması yüzde 15,6'dır. 2004-2009 döneminde kurumsal yönetim notunun ortalama olarak en çok yükseldiği sektörler tek şirketin bulunduğu iletişim dışarıda bırakıldığında, spor, sigorta ve ulaştırma ve taş toprak sektörüdür.

Ticaret, turizm ve kimya sektörlerinde de söz konusu dönemde ortalamanın üzerinde artış yaşanmıştır. 2004-2009 döneminde kurumsal yönetim notunda en düşük artış yaşanan sektörler ise faktöring bilişim ve holding sektörleridir. 2004-2009 döneminde kurumsal yönetim notunun yüksekliği açısından ilk beşte olan faktöring ve holding sektörlerinin en düşük gelişmeyi gösterdiği görülmektedir. Öte yandan Kurumsal yönetim anlamında en yüksek notu olan sektörlerden bankacılığın 2004-2009 döneminde notunun ortalamaya yakın

artmakla birlikte, sigorta sektörünün yüzde 19,6'lık yükselişle kurumsal yönetim notunu en çok artıran sektörlerden biri olması dikkat çekicidir.

18 sektör içinde 2004 yılında ortalama kurumsal yönetim notu 50'nin üzerinde bulunan sektör sayısı 4 iken, bu sayının 2005'te 7'ye, 2006'da 8'e, 2007 yılında 12'ye, 2008 yılında 14'e 2009 yılında ise 16'ya yükseldiği görülmektedir.

5.1.1 Şirket Büyüklüğü ve Kurumsal Yönetim Notu

Şirket büyüklüğü ile kurumsal yönetim notu arasında bir ilişki olup olmadığına bakıldığında belirgin bir ilişki ortaya çıkmaktadır. Buna göre aktif büyüklüğü daha büyük olan şirketlerin ortalama kurumsal yönetim notları daha yüksektir.

2009 yılındaki veriler kullanılarak şirketler aktif büyüklüklerine göre kartillere ayrıldığında en üst kartilde yer alan ve aktif büyüklüğü 1,2 milyar TL ve üstünde olan şirketlerin ortalama kurumsal yönetim notları 61,6, aktif büyüklükleri 293 milyon TL'nin üzerinde fakat 1,2 milyar TL'nin altında olan şirketlerin kurumsal yönetim notlarının ortalama 53,7, aktif büyüklükleri 117 milyon TL'nin üzerinde fakat 293 milyon TL'nin altında olan şirketlerin kurumsal yönetim notlarının ortalaması 50,3, aktif büyüklükleri 117 milyon TL'nin altında olan şirketlerin kurumsal yönetim notlarının ortalaması ise 48 olarak hesaplanmaktadır. Bu da şirket aktif büyüklüğü ile kurumsal yönetim notu arasında pozitif bir ilişki olduğunu ortaya koymaktadır. En büyük şirketlerin not ortalaması 60 değerinin üzerinde bulunmaktadır.

>1.2milyar TL	• 61,6
>293 milyon TL	• 53,7
>117 milyon TL	• 50,3
<117 milyon TL	• 48

Şekil 5.1: 2009 Yılı Verilerine Göre Aktif Büyüklüklerine Göre Şirketlerin Ortalama Kurumsal Yönetim Notları

Şirketlerin piyasa kapitalizasyonlarına göre ağırlıklandırıldığında 2004 hariç ağırlıklandırılmış ortalama kurumsal yönetim notlarının basit kurumsal yönetim ortalamalarına göre daha yüksek olduğu görülmektedir. Tüm şirketlerin kurumsal yönetim notlarının ortalaması 2009 yılında 53,3 iken, kapitalizasyona göre ağırlıklandırılmış ortalama 58,2'dir. Bu da bir önceki bölümde belirtildiği gibi büyük şirketlerin kurumsal yönetim notlarının daha yüksek olmasından kaynaklanmaktadır. Kapitalizasyona göre ağırlıklandırılmış kurumsal yönetim notlarının basit ortalamalara göre 2006-2007 yıllarında yüzde 11 daha yüksek olduğu, 2008 yılında farkın yüzde 10'a, 2009 yılında ise yüzde 9'a düştüğü görülmektedir.

5.1.2 Özkaynak Karlılığı ve Kurumsal Yönetim

Özkaynak karlılığı yüksek şirketlerin kurumsal yönetim notlarının daha yüksek olup olmadığına bakıldığında ise ortalama notlar arasında belirgin bir farklılık olmadığı görülmektedir. 4 kartilde de not ortalaması 50'nin üzerindedir. Özkaynak karlılığı yüzde 5,34 ve daha üzeri olan şirketlerin kurumsal yönetim not ortalaması 55'in üzerindedir. Ancak bunun belirgin bir farklılık olduğu söylenemez.

>14,69	• 55,9
>5,34	• 55,5
>-3	• 50,7
<-3	• 52,8

Şekil 5.2: 2009 Yılı Verilerine Göre Özkaynak Karlılıklarına Göre Şirketlerin Ortalama Kurumsal Yönetim Notları

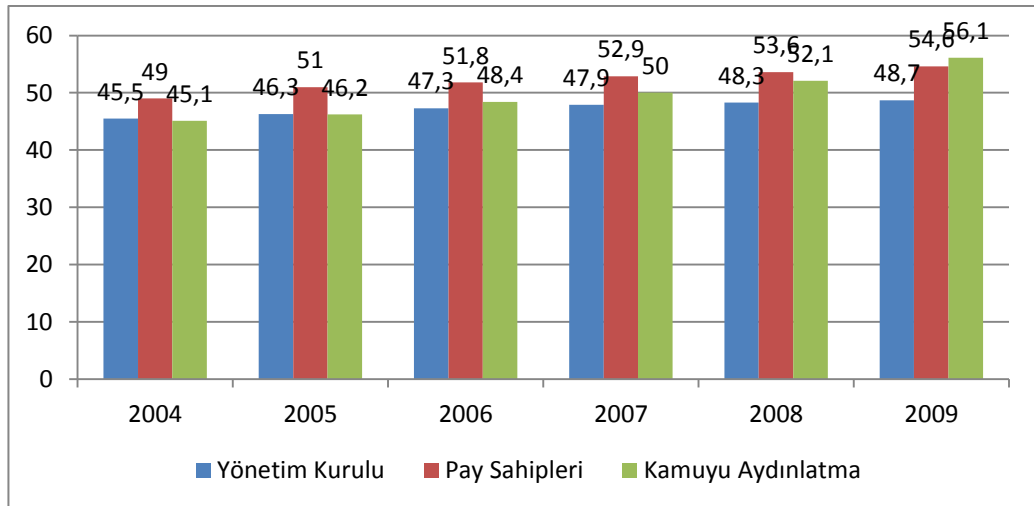
5.2 KURUMSAL YÖNETİM ENDEKSİNİN ALT BİLEŞENLERİ

Genel kurumsal yönetim endeksinin alt bileşenleri kıyaslandığında 2004 yılında en yüksek seviyede başlayan alt endeksin 50'ye yakın bir değerle pay sahipleri endeksi olduğunu görüyoruz. 2004-2005 yıllarında en düşük değere sahip olan

alt endeks ise 45,1 ile kamuyu aydınlatma endeksidir. 2005 sonrasında ise en düşük endeks ortalaması yönetim kuruluna aittir. 2009 yılına gelindiğinde ise en yüksek değere sahip olan alt endeksin 56,1 ile kamuyu aydınlatma, en düşük değere sahip endeksi ise 48,7 ile yönetim kurulu endeksi olduğu görülmektedir. Aslında 2009 yılına kadar en yüksek alt endeks bileşenin hep pay sahipleri olduğu görülüyor. Ancak kamuyu aydınlatma endeksinde 2009 yılında yaşanan artışla en yüksek değere sahip alt kurumsal yönetim endeksi haline geldiği görülüyor.

2004-2009 döneminde İMKB şirketlerinin en yüksek gelişmeyi yüzde 24,4'lük iyileşme ile kamuyu aydınlatma alanında sağladıkları görülmektedir. Aynı dönemde pay sahipleri alanında yaşanan iyileşme yüzde 11,4'te kalırken, kurumsal yönetim alanında en düşük gelişmenin sağlandığı alanın yüzde 7'lik artışla yönetim kurulu endeksi olduğu görülmektedir.

Grafik 5.4: Tüm İMKB Şirketleri Yıllar İtibariyle Genel Kurumsal Yönetim Endeksi ve Alt Endeksler



2004-2009 döneminde ulaşılan maksimum değerlerin en yüksek olduğu alanın kamuyu aydınlatma olduğu görülmektedir. Alt endekslerde de en düşük değerlere yine kamuyu aydınlatma alt endeksinde ulaşılmıştır.

2004-2009 dönemindeki tüm yıllarda, alt endeksler içinde volatilitenin yani farklılıkların en yüksek olduğu alt endeks kamuyu aydınlatma endeksidir. 2009

yılına gelindiğinde standart sapma kamuyu aydınlatma endeksinde 15,7'dir. Pay sahipleri ve yönetim kurulu endekslerinde standart sapma ise yüzde 10-12 arasındadır. Öte yandan 2004-2009 döneminde standart sapma kamuyu aydınlatma alt endeksinde yüzde 5,2 artarken, bu artışın pay sahipleri ve yönetim kurulu alt endekslerinde yüzde 10'un biraz üzerinde olduğu görülmektedir.

Pay Sahipleri, Kamuyu Aydınlatma ve Yönetim Kurulu alanlarının tümünde en yüksek gelişme Ulusal Pazar şirketlerinde gerçekleşirken, bunu İkinci Ulusal Pazar şirketleri izlemiş, en sonda ise hep Gözaltı Pazar şirketleri yer almışlardır.

Ulusal Pazar, İkinci Ulusal ve Gözaltı Pazar'ındaki şirketlerin en büyük gelişmeyi kamuyu aydınlatma alanında gösterdikleri görülmektedir. En düşük gelişme ise yönetim kurulu alanında gerçekleşmiştir.

Pay sahibi bileşeninde eşitlik olmakla birlikte Ulusal Pazar'da yer alan şirketlerin kamuyu aydınlatma ve yönetim kurulu alt endekslerinde en yüksek gelişmeyi gösterdikleri görülmektedir. İkinci Ulusal Pazar'da yer alan şirketlerin de Gözaltı Pazar'ındaki şirketlere göre pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve yönetim kurulu alanlarında hep daha yüksek gelişme gösterdikleri görülmektedir.

2004-2009 döneminde kamuyu aydınlatma alanında Ulusal Pazar şirketleri İkinci Ulusal Pazardaki şirketlere göre notlarını yüzde 58 daha fazla artırmışlardır. Yine kamuyu aydınlatma alanında İkinci Ulusal Pazarda yer alan şirketler ise Gözaltı Pazar'ındaki şirketlere göre notlarını yüzde 129 daha fazla artırmışlardır.

Yönetim Kurulu alanı açısından ise 2004-2009 döneminde Ulusal Pazar şirketleri notlarını İkinci Ulusal Pazar şirketlerine göre 174 daha fazla yükseltmişlerdir. İkinci Ulusal ve Gözaltı Pazar'ında yer alan şirketlerin incelenen altı yılda notlarında gerçekleşen artış birbirine yakın gerçekleşmiştir. Pay sahipleri alanında ise Ulusal ve İkinci Ulusal Pazar şirketleri 2004-2009 döneminde notlarını yüzde 11,5 artırırken bu Gözaltı Pazar'ındaki şirketlerin notlarındaki artıştan yüzde 71 daha fazla olmuştur.

İMKB 30 ve 100 şirketleri ve bunların dışında kalan şirketlere bakıldığında da 2004-2009 döneminde en yüksek gelişme kamuyu aydınlatma alanında yaşanmıştır. En az gelişmenin yaşandığı alan ise yönetim kurulu olmuştur.

2004-2009 döneminde pay sahipleri ve yönetim kurulu alanlarında en yüksek gelişmeyi İMKB 30 dışında kalan 100 şirketleri göstermiştir. Kamuyu aydınlatma alanında en yüksek gelişmeyi gösteren şirketler ise yüzde 27,6'lık artış ile İMKB 100 dışında kalan şirketler olmuştur. Pay sahipleri, Kamuyu Aydınlatma ve Yönetim Kurulu alanlarının hepsinde 2004-2009 döneminde en düşük performansı İMKB 30 şirketleri göstermiştir.

En yüksek artış gösteren grupla en düşük artış gösteren arasındaki fark pay sahiplerinde yüzde 114,8, kamuyu aydınlatmada yüzde 65,2, yönetim kurulu endeksinde ise yüzde 541 olmuştur.

2009 yılına gelindiğinde İMKB 100, İMKB 30 İMKB 100 Dışı ve İMKB 30 Dışı 100 Şirketleri açısından, ulaşılan en yüksek ortalama not kamuyu aydınlatma alt endeksinde olurken, onu pay sahipleri izlemekte, en sonda ise yönetim kurulu notu bulunmaktadır. 2009 yılına gelindiğinde tüm gruplarda en yüksek nota sahip olunan kamuyu aydınlatma ile en düşük notun bulunduğu yönetim kurulu alanındaki fark İMKB 30 şirketlerinde yüzde 25 iken, İMKB 100 dışındaki şirketlerde bu fark yüzde 15'e düşmektedir. Diğer iki grup bunun arasında bir yerde bulunmaktadır.

Öte yandan 2009 yılındaki notlar çerçevesinde İMKB 30 şirketleri ile İMKB 100 dışında kalan şirketler arasında en yüksek farkın olduğu alanın yüzde 26,2 ile kamuyu aydınlatma olduğunu görüyoruz. Bu fark pay sahipleri alanında yüzde 12,6, yönetim kurulu alt endeksinde ise yüzde 16,1'dir. İMKB 30 şirketleri ile İMKB 30 dışında kalan 100 endeksi şirketleri arasındaki fark ise 2009 yılında pay sahipleri ve kamuyu aydınlatma gibi alanlarda yüzde 4'ün altına düşmüştür. Ancak yönetim kurulu endeksinde İMKB 30 şirketlerinin ortalama notu yüzde 12,3 daha yüksektir. İMKB 30 dışı 100 ile İMKB 100 dışı şirketler karşılaştırıldığında ise pay sahipleri ve yönetim kurulu alanlarında 30 dışı 100

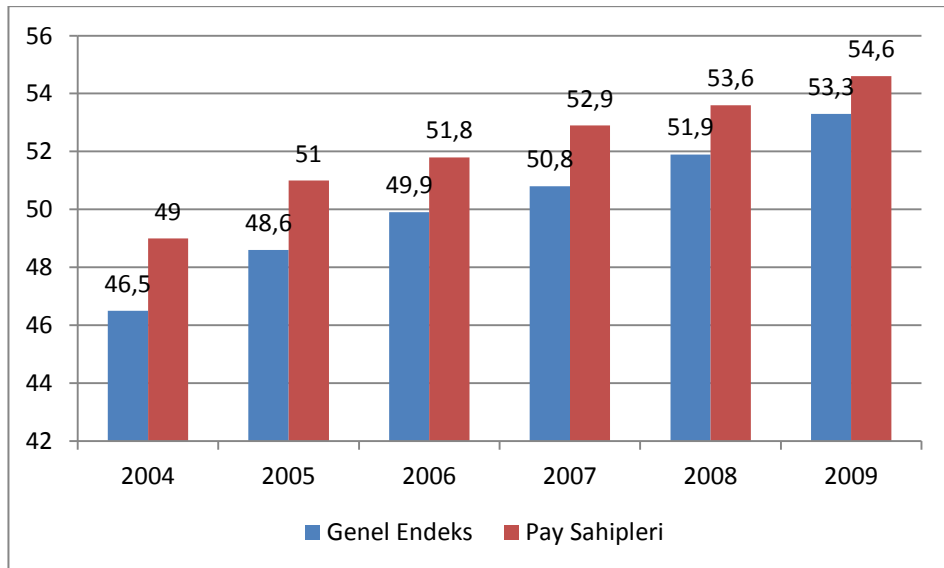
şirketlerinin notları yüzde 12 civarında daha yüksek iken, bu fark kamuyu aydınlatmada yüzde 9'a gerilemektedir.

İMKB 30, İMKB 100 ve 100 dışı şirketlerde kamuyu aydınlatma notları pay sahipleri notlarının üzerinde olup, pay sahipleri notları da yönetim kurulu notlarının üzerindedir. İMKB 30 şirketlerinde kamuyu aydınlatma notları ile yönetim kurulu notları arasındaki fark 2009 yılında yüzde 25'e ulaşırken, İMKB 100 dışındaki şirketlerde bu fark yüzde 15'e düşmektedir. Pay sahipleri notu ile yönetim kurulu notu arasındaki fark ise İMKB 30 şirketlerinde yüzde 14 iken, İMKB 100 dışı şirketlerde 1,7'ye düşmektedir.

5.2.1 Pay Sahipleri

Pay sahipleri alt endeksinin genel endekse göre daha yüksek olduğu görülmektedir. 2004 yılında genel kurumsal yönetim endeksi 46,5 seviyesinde olmasına rağmen pay sahipleri endeksi 49 seviyesinde başlıyor. Ancak iki endeks arasındaki yüzde farkın yıllar itibarıyla azaldığı görülüyor. 2004 yılında pay sahipleri endeksi genel kurumsal yönetim endeksinden yüzde 4,4 daha yüksek iken, 2009 yılına gelindiğinde bu fark yüzde 2,4'e gerilemiştir.

Grafik 5.5: Tüm İMKB Şirketlerinin Pay Sahipleri Alt Endeksine Göre Notları



2004-2009 döneminde pay sahipleri endeksinin 11,4 yükseldiği görülüyor. Aynı dönemde genel kurumsal yönetim endeksi ise yüzde 14,6 artış göstermiştir.

Yıllık artışlara bakıldığında genel kurumsal yönetim endeksinde olduğu gibi pay sahipleri endeksindeki en yüksek artış yüzde 4,1 ile 2005 yılında yaşanmıştır. 2006-2009 arasındaki yıllarda ise yüzde 2 veya altında yıllık yükselişler yaşanmıştır.

Pay sahipleri endeksinde ulaşılan maksimum değer yıllar itibariyle büyük bir artış göstermemiştir. Genel kurumsal yönetim endeksinde ulaşılan maksimum değer 2004-2009 yılları arasında yüzde 11,2 artarken, pay sahiplerinde ulaşılan maksimum değer aynı dönemde sadece yüzde 3,1 artmıştır. Genel kurumsal yönetim endeksinde şirketlerin ulaşabildikleri asgari kurumsal yönetim notu 2004'ten 2009'a ulaşıldığında yüzde 22,2 artarken, pay sahiplerinde bu dönemde bir değişim gerçekleşmemiştir. Genel kurumsal yönetim endeksinde her yıl için hesaplanan standart sapma gibi pay sahipleri için hesaplanan standart sapma da 2004'e göre kıyaslandığında 2009 yılına gelindiğinde yüzde 10'a yakın artmıştır. Bu da şirketler arasındaki farklılığın yükseldiğine işaret etmektedir.

Genel kurumsal yönetim endeksinde olduğu gibi 2004-2009 arasındaki tüm yıllarda Ulusal Pazar'da işlem gören şirketlerin pay sahipleri alt notları İMKB tüm şirketlerinin ortalamasından daha yüksektir. İMKB tüm şirketlerinin pay sahipleri notları ise İkinci Ulusal Pazar'da işlem gören şirketlerin ortalamalarından daha yüksektir. Pay sahipleri not ortalaması açısından en son da ise Gözaltı Pazar'ında işlem gören şirketler gelmektedir. Bu durum genel kurumsal yönetim endeksinde görülen duruma paraleldir.

2004 yılında Ulusal Pazardaki şirketler de dahil olmak üzere tüm dört alt gruptaki ortalamalar 50 değerinin altında bulunmaktadır. Ulusal ve İMKB tüm şirketlerinin ortalama pay sahipleri alt not ortalaması 2005 yılından itibaren, İkinci Ulusal Pazar'da işlem gören şirketlerin not ortalaması ise 2009 yılında 50 değerinin üzerine çıkmıştır. Gözaltı Pazarı'nda işlem gören şirketlerin notları 2007'ye kadar 40 değerinin altında kalmış, 2009 yılına gelindiğinde ise ancak 40 değerine ulaşabilmiştir.

2004-2009 döneminde pay sahipleri alt notu açısından Ulusal, Tüm ve İkinci Ulusal şirketlerindeki gelişim yüzde 11 civarında gerçekleşmiştir. Ancak Gözaltı Pazarı'nda yer alan şirketlerin notlarındaki artış söz konusu dönemde yüzde 6,7'de kalmıştır.

Pay sahipleri alt notu açısından Ulusal Pazar'da işlem gören şirketlerin notu ile Gözaltı Pazarı'nda işlem gören şirketlerin notları arasındaki fark 2004 yılında yüzde 32,3 iken 2009 yılına gelindiğinde fark yüzde 38,3'e yükselmiştir. Bu durum genel kurumsal yönetim notundaki duruma paraleldir. Ancak genel kurumsal yönetim notu ile pay sahipleri alt bileşeni arasındaki fark ise; Ulusal Pazar ve İkinci Ulusal Pazar'da işlem gören şirketler arasındaki farkın pay sahipleri bileşeninde daha düşük olmasıdır. Genel kurumsal yönetim endeksinde Ulusal Pazar ile İkinci Ulusal Pazar şirketleri arasındaki fark 2004-2009 döneminde yüzde 12,1'den yüzde 14,6'ya yükselmekle birlikte, pay sahipleri bileşeninde aynı dönemde bu fark 2005-2008 döneminde artış göstermekle birlikte 2009 yılına gelindiğinde değişmeyerek yüzde 7,6'da kalmaktadır. İkinci Ulusal Pazar ile Gözaltı Pazarı şirketleri arasındaki not farkının pay sahipleri bileşeninde genel endekse göre daha yüksek olduğu görülmektedir. İkinci Ulusal Pazar ile Gözaltı Pazarı'ndaki şirketlerin pay sahipleri not ortalaması arasındaki fark 2004 yılında yüzde 22,9 iken 2009 yılında yüzde 28,5'e çıkmıştır. Sonuç olarak pay sahipleri alt endeksi açısından Ulusal ve İkinci Ulusal Pazar'da yer alan şirketlerin gözaltı pazarındaki şirketlerle aralarında olan farkı 2004-2009 döneminde artırdığı (Ulusal yüzde 18,5, İkinci Ulusal yüzde 24,3) görülürken, Ulusal ve İkinci Ulusal Pazar şirketleri açısından fark aynı kalmıştır.

2004-2009 döneminde pay sahipleri notunu en çok artıran temel grubun yüzde 17,4'lük yükselişle genel kurumsal yönetim notunda olduğu gibi İMKB 30 dışında kalan İMKB 100 şirketleri olduğunu görüyoruz. Bu grubu yüzde 14'lük yükselişle İMKB 30 şirketleri izliyor. Kurumsal yönetim uygulamaları anlamında daha düşük bir bazdan başlamasına rağmen İMKB 100 dışında kalan şirketlerin yüzde 9,6'lık yükselişle geride kaldığı görülüyor. Öte yandan 2004 yılında bile

yüksek bir notla başlayan İMKB 30 şirketlerinin pay sahipleri notunun gelişimi açısından sonda kaldığı görülüyor.

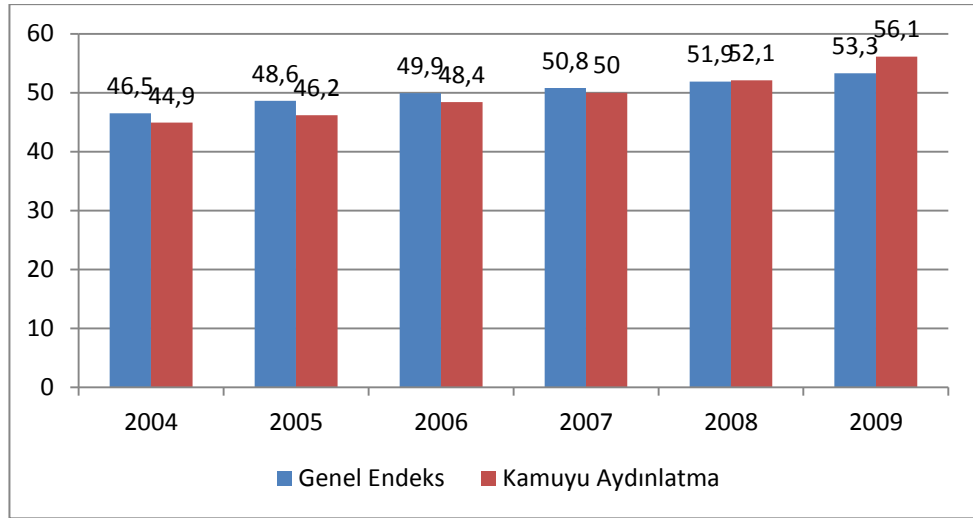
İMKB 30 ve İMKB 100 endekslerinde yer alan ve bu endeksler dışında kalan şirketlerin pay sahipleri notlarına bakıldığında; İMKB 30 şirketlerinin 2004 yılında 55,4 gibi yüksek bir seviyeden başladığı, İMKB 100 endeksinde yer alıp 30 dışında olan şirketlerin 49,3 ve İMKB 100 dışında kalan şirketlerin ise 47,7 gibi 50 seviyesinin altında değerlerle başladıkları görülmektedir. Ancak İMKB 30 dışındaki 100 şirketlerinin ortalama pay sahipleri notları 2005 yılında 50 değerinin üzerine çıkmıştır. İMKB 100 dışında kalan şirketlerin ortalama pay sahipleri notlarının 50 değerini geçmesi ise 2007 yılını bulmuştur. 2009 yılına gelindiğinde İMKB 30 şirketlerinin pay sahipleri alt notu 60 değerine yaklaşmakla birlikte İMKB 30 dışında kalan 100 şirketlerinin pay sahipleri notları da hızlı bir gelişim göstererek 57,7'ye ulaşmıştır.

2004 yılında İMKB 30 şirketleri ile İMKB 30 dışındaki ancak 100 endeksi içinde bulunan şirketlerin pay sahipleri notları arasındaki fark yüzde 12,4 iken, daha sonra bu fark yüzde 3,5'e gerilemiştir. İMKB 100 endeksi içinde olup da 30 endeksi dışında kalan şirketlerin pay sahipleri notu İMKB-100 endeksi dışında kalan şirketlerin notları arasındaki fark 2004 yılında sadece yüzde 3,4 iken, daha sonra bu fark 2009 yılında yüzde 10,7'ye yükselmiştir. İMKB 30 şirketleri ile 100 dışındaki şirketlerin notları arasındaki fark ise 2004 yılında 16,1 iken daha sonra bu fark 2009 yılında yüzde 14,5'e gerilemiştir.

5.2.2 Kamuyu Aydınlatma

2004 yılında tüm şirketler için hesaplanan kamuyu aydınlatma endeksinin genel kurumsal yönetim endeksinin altında başlamakla birlikte, 2009 yılına gelindiğinde genel endeksin üzerine çıktığı görülüyor. 2004-2009 döneminde genel kurumsal yönetim endeksi yüzde 14,6 artarken, kamuyu aydınlatma endeksindeki yükseliş yüzde 24,4'e ulaşmıştır.

Grafik 5.6: Tüm İMKB Şirketlerinin Yıllar İtibariyle Kamuyu Aydınlatma Alt Endeksine Göre Notları



Kamuyu Aydınlatma Endeksine en büyük ortalama yükselişin yüzde 7,68 ile 2009 yılında yaşandığı görülüyor. 2006 ve 2008 yıllarında da yüzde 4'ün üzerinde yükselişler yaşanmıştır.

Kamuyu aydınlatma alt endeksinde de pay sahipleri endeksinde olduğu gibi, incelemeye konu olan tüm yıllar itibariyle Ulusal Pazar'da işlem gören şirketlerin ortalama notları İkinci Ulusal Pazar'da işlem gören şirketlerin ortalamasından daha yüksektir. Yine paralel bir şekilde, İkinci Ulusal Pazar'da işlem gören şirketlerin kamuyu aydınlatma alt endeksi ortalaması da Gözaltı Pazar'ında işlem gören şirketlerin ortalamasından daha yüksektir.

2004 yılında kamuyu aydınlatma açısından Ulusal Pazar, İkinci Ulusal Pazar ve Gözaltı Pazar şirketlerinin not ortalaması 50 değerinin altındadır. İkinci Ulusal ve Gözaltı Pazar'da işlem gören şirketlerin not ortalaması 40 değerinin de altındadır. Gözaltı Pazar'da yer alan şirketlerin kamuyu aydınlatma notu 2009 yılına gelindiğinde bile 40 değerinin üzerine çıkamamıştır. Öte yandan pay sahipleri alt notu açısından Gözaltı Pazar şirketlerinin notu 2009 yılına gelindiğinde ancak 40 değerine ulaşmıştır.

İkinci Ulusal Pazar'da yer alan şirketlerin kamuyu aydınlatma notu 2004 yılında 39,4 seviyesinde başlamış, 2009 yılına gelindiğinde 45,9 seviyesine ulaşmıştır.

Burada da pay sahiplerine göre daha kötü performans görüyoruz. 2009 yılına gelindiğinde İkinci Ulusal Pazar'da yer alan şirketlerin pay sahipleri alt endeksi not ortalaması 51,4'e ulaşmıştı. Ulusal Pazar'da yer alan şirketlerin kamuyu aydınlatma notları 2006 yılında 50 değerini aşmış ve 2009 yılına ulaşıldığında 57,6'ya ulaşmıştır. Pay sahipleri notu açısından Ulusal Pazar'daki şirketlerin notları ise 2009 yılında 55,3'e ulaşmıştır.

2004-2009 döneminde Ulusal Pazar'da yer alan şirketlerin kamuyu aydınlatma notlarını ortalamada yüzde 26 yükselttikleri görülüyor. Aynı dönemde İkinci Ulusal Pazar'da işlem gören şirketlerin kamuyu aydınlatma notları ise yüzde 16,5 yükselmiştir. 2004-2009 döneminde Gözaltı Pazarı'nda işlem gören şirketlerin notlarındaki artış ise yüzde 7,2'de kalmıştır.

Kamuyu aydınlatma açısından Ulusal Pazar'da yer alan şirketlerle Gözaltı Pazarı'nda işlem gören şirketler arasındaki farkın 2004'den sonra önemli ölçüde açıldığı görülmektedir. 2004 yılında Ulusal Pazar'da işlem gören şirketlerin kamuyu aydınlatma notları Gözaltı Pazarı şirketlerine göre yüzde 32,1 daha iyi iken bu fark 2009 yılına gelindiğinde yüzde 55,3'e çıkmıştır. Ulusal-Gözaltı farkı 2006'da yüzde 60'a ulaştıktan sonra hafif gerilemiştir.

Ulusal Pazar'da işlem gören şirketlerle İkinci Ulusal Pazar'da yer alan şirketlerin kamuyu aydınlatma notları arasındaki farkın yüzde 16'larda başladıkdan sonra önemli ölçüde artarak yüzde 37'lere ulaştığı ancak bu farkın 2009 yılına gelindiğinde yüzde 25,5'e düştüğü görülüyor.

İkinci Ulusal Pazar'da yer alan şirketlerin Gözaltı Pazarı şirketlerinin notlarına göre olan üstünlüğünü ise artırma eğiliminde olmuş ve 2004 yılında yüzde 13,9 olan fark 2009 yılına gelindiğinde yüzde 23,7'ye çıkmıştır.

2004 yılında kamuyu aydınlatma notuna göre İMKB 30 ve 100 şirketlerinin 50 değerinin üzerinde oldukları, İMKB 30 dışı 100 ve İMKB 100 dışındaki şirketlerin ise 50 değerinin altında başladıkları görülmektedir. İMKB 30 şirketleri kamuyu aydınlatma endeksi açısından 57,7³⁶ gibi yüksek bir seviyeden başlamışlardır.

³⁶ 2004 yılında bu değer Pay sahipleri endeksinde 55,4, yönetim kurulu endeksinde ise 53,8'dir.

İMKB 30 dışındaki 100 şirketleri 2007, İMKB 100 dışındaki şirketler ise 2009 yılında 50 değerini aşabilmişlerdir.

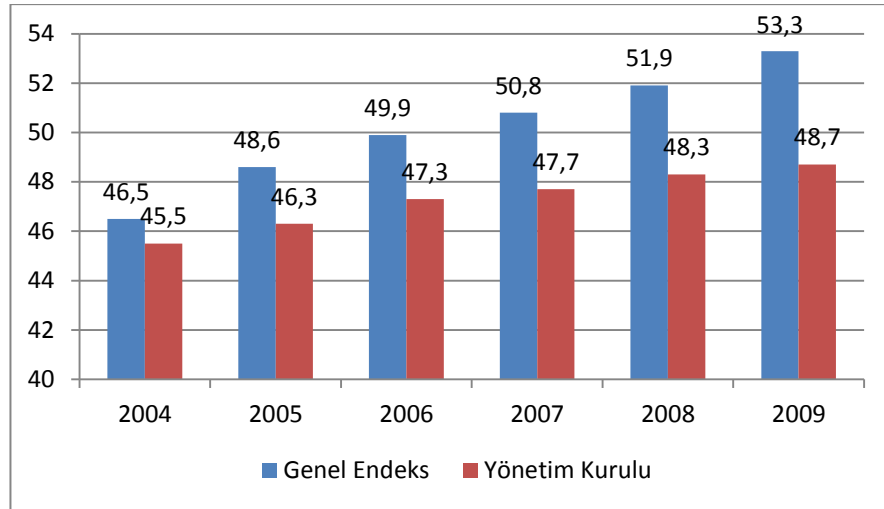
2004-2009 döneminde kamuyu aydınlatma alanında en yüksek not artışı yüzde 30,4'lük artışla İMKB 100 dışında kalan şirketlerde yaşanmıştır. İMKB 30 dışı 100 şirketlerinde ise yüzde 25,1 gibi yüksek bir artış yaşanmıştır. Kamuyu aydınlatma alanında en az gelişmenin yaşandığı İMKB 30 şirketlerinin bu notlarında bile yüzde 18,4'lük artış yaşanmıştır.

İMKB 30 şirketleri ile İMKB 100 dışında kalan şirketler arasında kamuyu aydınlatma notları açısından bulunan fark 2004 yılında yüzde 39'a ulaşırken, İMKB 100 dışı şirketlerin yıllar içinde bu farkı biraz azalttığı ve 2009 yılında farkın yüzde 26,2'ye düştüğü görülmektedir. Benzer bir şekilde İMKB 30 ile İMKB 30 dışı 100 şirketleri ve İMKB 30 dışı 100 şirketleri ile İMKB 100 dışında kalan şirketler arasındaki fark 2004 yılında yüzde 17-18 arasında iken 2009'a gelindiğinde yüzde 12'li seviyelere gerilediği görülmektedir.

5.2.3 Yönetim Kurulu

Yönetim kurulu alt endeksinin 2004-2009 döneminde hep genel kurumsal yönetim endeksinin altında yer aldığı ve yıllar itibariyle de farkın yönetim kurulu endeksi aleyhine açıldığı görülmektedir. Yönetim kurulu endeksinin yıllar itibariyle artış eğiliminde olmasına rağmen 2009 yılında bile 50 değerini aşamadığı görülmektedir.

Grafik 5.7: Tüm İMKB Şirketlerinin Yıllar İtibariyle Yönetim Kurulu Alt Endeksine Göre Notları



Yönetim kurulu alt endeksinde 2005 ve 2006 yıllarında daha iyi bir performans gösterilirken, 2007'den sonra ise artış oranı düşmüştür. 2004-2009 döneminde yönetim kurulu endeksi yüzde 7 artış göstermiştir. Bu artış oranı kamuyu aydınlatmada yaşanan yüzde 25'lik, pay sahipleri endeksinde görülen yüzde 11'lik artışın altında kalmaktadır.

Ulusal Pazar'da yer alan şirketlerin notlarının en yüksekte olması ve Göz altı Pazar'ında yer alan şirketlerin notlarının ise en sonda yer alması durumu yönetim kurulu alt endeksinde de değişmemektedir. Bu duruma rağmen 2004-2009 döneminde Ulusal Pazar'da yer alan şirketlerin yönetim kurulu alt notu daha düşük seviyede bulunan İkinci Ulusal ve Gözaltı Pazarı şirketlerine göre daha çok artmıştır. 2004-2009 döneminde Ulusal Pazar şirketlerinin ortalama yönetim kurulu not ortalaması yüzde 7,4 artarken, İkinci Ulusal ve Gözaltı Pazar'ında işlem gören şirketlerdeki aynı dönemde yaşanan artış yüzde 2'lerin üzerinde kalmıştır.

Gözaltı Pazarı şirketlerinin yönetim kurulu not ortalaması 2004 yılında 40'ın altındayken, durum 2009 yılına gelindiğinde de değişmemiştir. İkinci Ulusal şirketleri ise 2004-2009 döneminde 40'lı seviyelerin hemen üzerinde bulunan notlarının seviyesinde önemli bir değişim yaşamamıştır. Ulusal Pazar şirketleri

ise 2004 yılında 46,2 olan notlarını 50 seviyesine yaklaştırmakla birlikte 2009 yılı itibariyle 50'nin altında bulunmaktadır.

Ulusal ve Gözaltı Pazarı şirketlerinin yönetim kurulu alt notu arasındaki farkın yıllar itibariyle açıldığı ve 2004 yılında yüzde 24,2 olan farkın 2009 yılına gelindiğinde yüzde 30,2'ye ulaştığı görülmektedir. Ulusal Pazar şirketleri İkinci Ulusal Pazar'da işlem gören şirketlere göre de aralarındaki farkı bir miktar açmıştır. İkinci Ulusal ve Gözaltı Pazar şirketleri arasındaki farkta 2004-2009 yılları kıyaslandığında kayda değer bir değişim yaşanmamıştır.

Yönetim kurulu alt endeksinde İMKB 100, İMKB 30 dışı 100 ve İMKB 100 dışı şirketleri 2004 yılında 50 değerinin altındayken, İMKB 30 şirketlerinin 53,8 ile 50 eşiğinin üzerinde bulunmaktadır. İMKB 100 şirketleri 2005 yılında, İMKB 30 dışı 100 şirketleri 2007 yılında, 50 değerinin üzerine çıkmışlardır. İMKB 100 dışı şirketler ise 2009 yılına gelindiğinde de ortalama olarak 50 değerinin altında bulunmaktadır.

2004-2009 döneminde yönetim kurulu notunda en yüksek artışın yaşandığı grubun yüzde 10,71 ile İMKB 30 dışında kalan 100 şirketlerinin olduğu görülmektedir. İMKB 30 şirketleri ise yüzde 1,67'lik artış ile notunda en az gelişim yaşayan grup olmuştur. İMKB 100 dışında kalan şirketler ise notlarını yüzde 7,8 artırmışlardır.

İMKB 30 şirketleri ile İMKB 100 dışındaki şirketler arasındaki fark 2005 yılında yüzde 28,5'e çıktıktan sonra 2008 hariç iniş eğiliminde olmuştur. 2009 yılına gelindiğinde bu iki grup şirketin yönetim kurulu endeksleri arasındaki fark yüzde 16,1'e gerilemiştir. İMKB 30 şirketlerinin yönetim kurulu endeksinde 2004-2009 arasında büyük gelişim olmaması nedeniyle İMKB 30 dışında kalan 100 şirketleri ile olan yönetim kurulu endeksindeki fark da 2004 yılında yüzde 13 iken 2009 yılına gelindiğinde yüzde 3,8 gibi düşük bir seviyeye gerilemiştir. İMKB 30 dışı 100 ve İMKB 100 dışı şirketler arasındaki fark ise 2004-2009 arasında 30 dışı 100 şirketleri lehine hafif yükselmiştir.

BÖLÜM VI ŞİRKET DEĞERİ VE KURUMSAL YÖNETİM İLİŞKİSİ

6.1 ŞİRKET DEĞERİ KURUMSAL YÖNETİM İLİŞKİSİ: LİTERATÜR

6.1.1 Giriş

Kurumsal yönetimin şirket değerini etkileyip etkilemediği literatürde çok sık rastlanan bir konudur. Ancak kurumsal yönetim endeksi ile şirket değeri arasındaki ilişki araştırılırken değişik boyutlar bulunmaktadır:

- Yönetim kurulu üye sayısı, bağımsız üye sayısı gibi kurumsal yönetime ilişkin tek bir kriter ile firma değeri arasındaki ilişkinin araştırılması,
- Çok sayıda kurumsal yönetime ilişkin birçok boyutu içerecek şekilde çeşitli kriterlere göre bir endeks oluşturularak veya ticari şirketlerce hesaplanan endeksler kullanılarak, bununla firma değeri arasındaki ilişkinin incelenmesi,
- Kurumsal yönetim ile firma değeri arasındaki ilişkinin tek bir ülkedeki şirketler için veya birden fazla ülkedeki şirketler için araştırılması,
- Kurumsal yönetim ile şirket değeri arasındaki ilişkinin bir yıl için incelenmesi veya birden fazla yılı içerecek şekilde araştırılması.

Günümüzde de kurumsal yönetimin dar bir çerçevesi ile firma değeri arasındaki ilişki incelenmekle birlikte geçmişte bu yönde çok sayıda çalışma olduğu görülmektedir. Ancak Gompers; Ishii Metrics (2003), kurumsal yönetim endeksi oluşturarak, şirketin kurumsal yönetimine ilişkin birçok unsurun bulunduğu bir endeks ile şirket değeri arasındaki ilişkiyi araştıran makaleleri ile dikkat çekmişlerdir.

Tek bir kurumsal yönetim kriteri kullanılarak yapılan çalışmalar, diğer kurumsal yönetim kriterlerini dışarıda bırakarak yanlış sonuçlara ulaşılmasına yol açabilmektedir.

Öte yandan bir diğer husus da çalışma yapılırken bir ülkeye yönelik mi yoksa birden fazla sayıda ülkeye yönelik mi araştırma yapılacağıdır. Genellikle birden fazla sayıda ülkeye yönelik yapılan çalışmalarda ticari şirketlerin hazırladıkları kurumsal yönetim derecelendirmeleri kullanılmaktadır.

Black, Jang, Kim (2006b), çok ülkeli çalışmaların kurumsal yönetim uygulamalarında farklılık ve daha geniş bir veri sunma gibi avantajları bulunmakla birlikte, mevcut endekslerin sadece büyük şirketler için hesaplanması ve kurumsal yönetimi ölçmek açısından yetersiz kalması, kontrol değişkenlerinin yetersiz olması gibi dezavantajları olduğuna işaret etmektedir.

Balasubramanian, Black, Khanna (2010), gelişmekte olan ülkelerdeki kurumsal yönetime yönelik yapılan çalışmalarda çıkan sonuçların farklı olduğunu ve bu durumun da her ülkeye yeknesak bir kurumsal yönetim düzeninin işlemeyebileceğine işaret ettiğine dikkat çekmektedir.

Kurumsal yönetim ile şirket değeri arasındaki ilişki araştırılırken, ortaya çıkan bir diğer husus da tek bir yıla ilişkin verilerin mi kullanılacağı yoksa birden fazla yıla ilişkin verilerin mi kullanılacağıdır. Black, Love, Rachinsky (2006) ve Black, Kim, Jang, Park (2011) kesitsel veri kullanılan ve kontrol değişkeni az olan çalışmaların hem kurumsal yönetim hem de şirket değeri açısından dışlanan değişken sorununa yol açacağına işaret etmektedirler. Öte yandan kullanılan şirketlerin olabildiğince büyüklük ve sektörel açıdan piyasada yer alan tüm şirketleri temsil etmesi de büyük önem taşımaktadır. Daha önce değinildiği gibi kurumsal yönetim derecelendirmesi yapılan şirketler genellikle büyük şirketler olmaktadır.

6.1.2 Çalışmaya Esas Teşkil Eden Makaleler

Black, Love, Rachinsky (2006), değişik kuruluşların Rus şirketlerine yönelik hazırladıkları kurumsal yönetim endekslerini kullanarak yaptıkları çalışmada, kurumsal yönetim ile şirket değeri (Tobin's Q) arasında ekonomik ve istatistiki açıdan güçlü bir ilişki bulmuşlardır. Çalışmanın öne çıkan ayrıntılarından birisi de, panel veri seti kullanmış olmalarıdır. Öte yandan değişik kuruluşlar

tarafından hazırlanan farklı kurumsal yönetim endekslerinin, şirket değerini açıklama güçleri arasında farklılıklar tespit edilmiştir. Buna göre daha karmaşık kurumsal yönetim endekslerinin daha fazla açıklama gücünün olmadığı sonucu çıkarılmıştır.

Black, Jang, Kim (2006a) Güney Kore Borsası'nda kote olan 525 şirkete yönelik olarak kurumsal yönetim endeksi oluşturmuşlardır. Veriler anket yoluyla, kurumsal yatırıma ilişkin 5 temel boyut (pay sahiplerinin hakları, yönetim kurulunun yapısı, yönetim kurulunun prosedürleri, kamuyu (yatırımcıları) aydınlatma ve sahiplik paritesi) çerçevesinde yapılmıştır. Araştırmacılar regresyon kullanarak kurumsal yatırım endeksi en yüksek olan şirketler ile en düşük olan şirketlere göre Tobin's Q değerinde 0.47 artış bulmuşlardır. Bu da hisse senetleri değerinde yüzde 160'lık bir farka işaret etmektedir. Bu etki istatistiki açıdan da güçlüdür. Öte yandan çalışmada ayrı olarak yönetim kurulu üyelerinin yüzde 50'sinin dışarıdan olduğu Kore şirketlerinin Tobin' Q değerinin, 0.13 daha yüksek olduğu bulunmuştur. Araştırmacılar bu çerçevede gelişmekte olan ülkelerde yönetim kurulunun bağımsızlığını önemli rol oynadığına dikkat çekmektedirler.

Black, Kim, Jang, Park (2011), panel veri analizi ile yaptıkları çalışmada kurumsal yönetim ile şirket değeri arasında pozitif bir ilişki bulmuşlar, bu ilişkide alt endekslerden daha çok yönetim kurulu yapısının etkili olduğu, daha az ölçüde de kamuyu aydınlatma ve ortaklık yapısının etkili olduğunu ortaya koymuşlardır. Makalede ayrıca büyük şirketler ile Tobin's Q arasında negatif ilişki bulunmuştur.

Black, Carhalvo, Gorga (2012) Brezilya'ya yönelik yaptıkları çalışmada ülkedeki şirketlere yönelik oluşturdukları kurumsal yönetim endeksi ile firma değerinin önceki dönemi³⁷ arasında ekonomik açıdan önemli bir ilişki bulmuşlardır. En düşük kurumsal yönetim endeksi değerine sahip şirketle en yüksek değer sahip şirketin Tobin's Q değerleri arasında yüzde yüz fark bulunmaktadır. Alt endekslerle yapılan hesaplamalarda şirket değerini en çok etkileyen alt

³⁷ Lagged firm value.

endeksler olarak ortaklık yapısı, yönetim kurulu prosedürleri ve azlık hakları bulunmuştur. Ancak kamuyu aydınlatma ve ilişkili taraf işlemleri alt endeksleri ile anlamlı bir ilişki çıkmamıştır. Aynı çalışmada yönetim kurulunda bağımsız üye bulunması ile şirket değeri arasında ciddi bir negatif ilişki bulunmuştur. Kurumsal yönetim ve şirket değeri arasındaki ilişkinin daha çok imalat sanayi dışında olan, küçük şirketler ve yüksek büyümeye sahip şirketler için güçlü olduğu bulunmuştur. Öte yandan Black, Carhalvo, Gorga (2012), daha önce benzer çalışmaları yaptıkları Güney Kore, Rusya ve Hindistan verileri de kullanarak, dört ülkede de kurumsal yönetimin küçük şirketlerde ve yüksek karlılığa sahip şirketlerde yüksek firma değeri ile ilişkili olduğunu bulmuşlardır. Aynı çalışmada yönetim kurulunda bağımsız üye bulunması Güney Kore’de yüksek firma değeri ile ilişkili iken, Brezilya’da düşük firma değeri ile ilişkili olup, Hindistan’da ise bir ilişki bulunamamıştır. Aynı çalışmada bazı kontrol değişkenleri de anlamlı sonuçlar vermiştir: daha eski şirketlerin, daha karlı ve daha borçlu şirketlerin Tobin’s Q değerleri daha yüksektir.

Balasubramanian, Black, Khanna (2010), Hindistan’a yönelik yaptıkları çalışmada 49 kurumsal yönetim kriterine dayalı olarak oluşturdukları kurumsal yönetim endeksi ile Tobin’s Q ile ölçtükleri firma değeri arasında anlamlı ve pozitif bir ilişki bulmuşlardır. Öte yandan karlı şirketler için bu ilişki daha yüksek bulunmuştur. Kurumsal yönetim endeksindeki bir standart sapmalık değişim şirket değerinde yüzde 17’lik yükselişe yol açmaktadır. Pay sahipleri alt endeksi ile firma değeri arasında anlamlı bir ilişki bulunurken, yönetim kurulu, kamuyu aydınlatma, yönetim kurulu prosedürleri ve ilişkili taraflarla işlemler alt endeksleri ile kurumsal yönetim arasında anlamlı bir ilişki çıkmamıştır.

6.1.3 Diğer Makaleler

Mc Kinsey (2002), tarafından küresel yatırımcılara yönelik yapılan mülakatlar ve anketler, iyi kurumsal yönetimin değeri olduğunu ve çok sayıda kurumsal yatırımcının iyi yönetilen şirketlerin hisse senetleri için önemli bir prim ödemeye hazır olduğunu ortaya koymuştur. Bu araştırma, yatırımcılar açısından kurumsal yönetimin şirketin mali göstergeleri kadar önemli olduğunu ortaya koymuştur.

Yatırımcıların büyük bir çoğunluğu, yüksek kurumsal yönetim standartları uygulayan şirketlerin hisse senetlerine ekstra bir prim vermeye hazırdırlar.

ABD’de birleşik kurumsal yönetim skoru ile firma performansı arasındaki ilişkiyi ilk olarak S&P Transparency & Disclosure (T&D) çalışması ile Patel ve Dallas (2002) gerçekleştirmiştir. Makale, Standard & Poor’s adlı kuruluşun dünya çapındaki halka açık şirketlerin şeffaflık ve kamuyu aydınlatma (transparency & disclosure) uygulamalarını, 98 adet kritere göre izlediği çalışmaya dayanmaktadır. Patel, Dallas (2002) şirketlerdeki kurumsal yatırıma ilişkin nitelikleri 3 temel sınıfa ayırmıştır: ortaklık yapısı ve yatırımcı hakları, finansal şeffaflık ve bilgi aktarımı, yönetim kurulu ve yönetim yapısı. Bu çalışma, yüksek şeffaflık ve kamuoyu aydınlatma sunarak, şirketlerin sermaye maliyetlerini düşürebildiklerini ortaya koymuştur. Burada gönüllü olarak düzenlemelerin gerektirdiğinden daha fazla bilgi açıklayan şirketlerin hisse senetleri, daha fazla yükselmektedir.

T&D çalışmasında ortaya konan notların açıklama gününde bilgi değeri olup olmadığını araştıran Cheng, Collins, Huang (2003) bu notlarla piyasa betası, normal üstü getiriler arasındaki ilişkiyi araştırmış ve S&P T&D sıralamalarının kurumsal yönetim özelliği açısından yeni bir bilgi ortaya koyduğunu ve piyasanın olay gününde güçlü kurumsal yönetim sergileyen şirketlere olumlu tepki verdiğini bulmuşlardır.

Bu konudaki en ünlü çalışmalardan biri olan Gompers, Ishii, Metrick (2003), şirketlerde kurumsal yönetimin bir bütün olarak şirket değeri üzerinde etkili olup olmadığına ilişkin ilk çalışmayı gerçekleştirmişlerdir. Araştırmacılar hazır ve kamuya açıklanan bir endeksi değil, kendi oluşturdukları endeksi kullanmışlardır. Bu çalışmada araştırmacılar 1990’lı yıllarda 1500 büyük şirkete yönelik yatırımcı haklarını gösteren bir kurumsal yönetim endeksi oluşturmuşlar ve daha sonra bu endeks ile şirket performansı arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Ancak çalışmada şirketlerin başka şirketlerce ele geçirilmeye yönelik aldıkları önlemler ön plana çıkarılmıştır. Endeks oluşturulurken, pay sahiplerinin haklarını azaltan her madde için şirketin endeksine 1 puan eklenmiştir. Yazarlar 5 ana başlık altında 28 madde çerçevesinde şirketlerin

kurumsal yönetim uygulamalarını değerlendirmişlerdir. Bu şekilde oluşturulan endekslere göre, şirketler arasında en demokratik olanlar ve en az demokratik olanlar şeklinde iki ayrı grup oluşturulmuştur. 1990'lı yıllar itibariyle şirketlerdeki gelişmeler ele alınmıştır. Çalışmanın sonucunda demokratik şirketlerin, en az demokratik olan şirketlere göre yıllık bazda yüzde 8,5 daha fazla getiri sağladığı ve daha iyi finansal performansları olduğu sonucuna varılmıştır. Öte yandan oluşturulan kurumsal yönetim endeksindeki bir puanlık artış Tobin's Q değerinde yüzde 11,4'lük ters yönde değişime yol açmaktadır. Ayrıca kurumsal yönetim uygulamaları zayıf olan şirketlerin, daha az karlı ve satış gelirlerindeki artışın da endüstrideki diğer şirketlere göre daha zayıf olduğu ortaya konmuştur.

Core, Guay, Rusticus (2004) Gompers, Ishii, Metrick (2003) çalışmasını eleştirmişlerdir. Gompers, Ishii, Metrick (2003) yatırımcı hakları en yetersiz firmaların hisse senetlerinin daha kötü performans gösterdiğini bulmakla birlikte, şirketin finansal tablolarına göre performansında önemli bir yetersiz bir performans gözlememişlerdir. Ayrıca bu araştırmacılar zayıf kurumsal yönetimin düşük hisse senedi performansına yol açmadığı gibi herhangi bir farklılığın da, ilk inceleme döneminden sonra tersine döndüğünü ortaya koymuşlardır.

Bauer, Gunster, Otten (2004), Gompers, Ishii, Metrick (2003) gibi iyi kurumsal yönetim portföyleri (en yüksek kurumsal yönetim notu alan ilk yüzde 20'deki şirketler) ve kötü kurumsal yönetim (en düşük kurumsal yönetim notu alan ilk yüzde 20'deki şirketler) oluşturmuşlardır. Sıfır yatırım stratejisi ile çalışma, şirket değeri ile (Tobin's Q) ve şirket kurumsal yönetim notları arasında pozitif korelasyon bulmuşlardır. Ancak yazarlar bu ilişkinin şirket farklılıklarına göre düzeltilmesinden sonra ciddi şekilde zayıfladığını da eklemişlerdir. Gompers, Ishii, Metrick (2003)'ün aksine bu çalışma kurumsal yönetim standartlarıyla şirket karlılığına dayalı performans oranları arasında negatif bir ilişki bulmuşlardır.

Drobetz, Schillhofer, Zimmerman (2003) 5 alanda yoğunlaşan (kurumsal yönetime olan taahhüt, yatırımcı hakları, şeffaflık, yönetim ve kuruluna yönelik hususlar ve denetleme) ve 30 kurumsal yönetim unsuruna dayalı olarak kapsamlı bir kurumsal yönetim endeksi oluşturmuşlardır. Çalışma Almanya'daki

halka açık şirketlere yönelik anket ve diğer arşiv kaynaklarına dayalı olarak yapılmıştır. Çalışma iyi kurumsal yönetim ile şirket performansı arasında bir ilişki olup olmadığına yönelik güçlü sonuçlar ortaya koyamamıştır. Gompers, Ishii, Metrick (2003) gibi araştırmacılar bunu bir yatırım stratejisi olarak denemişler ve yüksek kurumsal yönetim notuna sahip şirketlerin hisse senetlerini satın alarak, düşük kurumsal yönetim notuna sahip şirketlerin hisse senetlerini ise satarak yıllık bazda normal üstü yüzde 12 getiri elde edildiği sonucuna varmışlardır. Çalışma, temettü veriminin sermaye maliyeti olarak kullanıldığı durumda ise, beklenen hisse senedi getirilerinin şirket bazında kurumsal yönetim uygulamaları ile negatif korelasyonu olduğu sonucuna varmıştır. Daha iyi kurumsal yönetim uygulayan şirketler daha büyük olma eğiliminde, daha yüksek ortalama getiriye, daha düşük temettü verimine sahip ve Tobin's Q, piyasa/defter değeri gibi ölçütlere göre daha yüksek değerlere sahiptirler.

Benzer şekilde Nandelstadth, Rosenberg (2003) Helsinki Borsası'nda işlem gören şirketlere yönelik olarak endeks oluşturmuş ve daha etkin kurumsal yönetim uygulayan şirketlerin hisse senedi getirilerinin daha yüksek olduğunu ve şirket değerlerinin Tobin's gibi ölçütlere göre daha yüksek değere sahip olduklarını ve nakit akımlarının varlıklara olan oranının ortalamada daha yüksek olduğu sonucuna varmışlardır.

Klapper, Love (2004), zayıf hukuki altyapısı olan gelişmekte olan ülkelerde, ortalamada şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarının kalitesinin de düşük olduğunu ve daha iyi kurumsal yönetimin, daha iyi şirket performansı ve daha yüksek piyasa değeri ile yüksek korelasyonu olduğu sonucuna varmışlardır. Ayrıca zayıf hukuki altyapısı olan ülkelerde, şirket düzeyinde kurumsal yönetim uygulamaları daha çok fark yaratmaktadır; yani bu tip şirketlerin ortalamasının üzerinde olan kurumsal yatırım kalitesi yatırımcıların daha çok dikkatini çekmektedir. Bu araştırma ayrıca, gelişmekte olan ülkelerdeki şirketlerden hisse senetleri ABD'de işlem gören şirketlerin daha yüksek kurumsal yönetim notları olduğu sonucuna ulaşmıştır.

Bauer, Guesnter, Otten (2004), Deminor adlı kuruluşun Avrupa'daki şirketlere verdiği kurumsal yönetim notlarını kullanarak kurumsal yönetimin şirket değeri ve performansı üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Çalışmanın sonuçları bu değişkenlerle, kurumsal yönetim arasında pozitif bir ilişki ortaya çıkarmıştır. Araştırmada, Avrupa'daki değişik ülkeler arasında ortalama notlarda önemli farklılıklar olduğu ortaya konmuştur. Sektörler arası farklılıklar ise küçük bulunmuştur. Ülkeler arasındaki farklılıklar değişik mevzuat altyapılarına bağlanmıştır. Avrupa'da kurumsal yönetim ile şirket değeri arasında güçlü ve pozitif bir ilişki bulunurken, İngiltere'de güçlü bir ilişki bulunmamıştır. Yazarlar Avrupa ülkelerinde kurumsal yönetim uygulamalarının daha zayıf olması çerçevesinde, daha önce yapılan araştırmaların, "bir ülkedeki kurumsal yönetim uygulamaları ne kadar zayıf olursa, kurumsal yönetim ile şirket değer arasındaki ilişkinin daha güçlü olduğu" tespitinin teyit edildiğine dikkat çekmiştir.

Lei, Song (2004), Hong Kong'da işlem gören şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarını değerlendirmek üzere bir endeks oluşturmuşlardır. Modelde 5 alt başlık altında (yönetim kurulu yapısı, yöneticilerin ücretleri, ortaklık yapısı, yöneticilerin çıkar çatışması ve şeffaflık) 17 adet kriter bulunmaktadır. Sonuçta kurumsal yönetim endeksi yüksek olan şirketlerin, daha yüksek firma değerine sahip oldukları ve Hong Kong yatırımcılarının iyi kurumsal yönetim uygulamaları olan şirketlere daha yüksek fiyat ödemeye razı oldukları bulunmuştur.

Bai, Liu, Song, Zhang (2004) çalışmalarında kurumsal yönetim uygulamalarının piyasa değeri üzerindeki etkisini araştırmışlardır. Araştırmada Çin borsasında sistematik açıdan önemli şirketlerin faaliyet raporlarından toplanan verilerle 1999-2001 yılları arasındaki 3 yıllık bir panel veri seti oluşturulmuştur. Bu çerçevede anket verileri kullanılmamıştır. Şirket değerini belirleyen kontrol değişkenleri de kullanılarak değişik kurumsal yönetim değişkenleriyle bu firmaların değerleri (Tobin's Q değerleri) belirlenmeye çalışılmıştır. Çalışma, değişik kurumsal yönetim değişkenlerinin şirket değeri üzerindeki etkileri ortaya koymaktadır. Sonuçta büyük pay sahiplerinin yanında başka büyük ortakların bulunmasının ve yabancı yatırımcıların şirkette pay sahibi olmasının, şirket değerini olumlu etkilediği bulunmuştur. Öte yandan en büyük pay sahibinin

toplam sermayedeki payının büyüklüğünün ve genel müdürün aynı zamanda şirketin yönetim kurulu başkanı veya başkan yardımcısı olmasının ve şirkette kamunun pay sahibi olmasının şirket değerini olumsuz etkilediği bulunmuştur.

Lefort, Walker (2005), çalışmalarında, şirket değeri ile büyük ortağın ağırlığı arasında eski ve güçlü bir ilişki bulunmuştur. Çalışmada az sayıda ortağın şirket sermaye yapısındaki ağırlığının şirket değeri ile ters yönde ilişkisi olduğu, ortaklar arasında emeklilik fonlarının bulunmasının şirket değerini artırdığı, daha büyük şirketlerin daha yüksek Tobin's Q değerlerine sahip oldukları, bulunmuştur. Öte yandan bu çalışmada oluşturulan genel kurumsal yönetim endeksi ile şirket değeri arasında ciddi bir ilişki bulunmazken, kurumsal yönetime ilişkin alt endekslerden çıkar çatışmalarına ilişkin endeks ile şirket değeri arasında bir ilişki ortaya çıkarılmıştır.

Brown, Caylor (2006) 1868 şirket üzerinde yaptıkları araştırmada kurumsal yönetime ilişkin 51 adet kriter kullanarak ve bu kriterlerin bulunup bulunmadığı (1 veya 0) şeklinde bir ayırıma giderek daha sonra her şirket için 0-51 arasında bir genel kurumsal yönetim endeksi oluşturmuşlardır. Yazarlar kurumsal yönetim ile Tobin's Q değeri arasında önemli pozitif bir ilişki bulmuşlardır. Yazarlar bunun yanında 52 faktör içerisinde şirket değerini en çok etkileyen faktörleri araştırmışlardır. Şirketin değerini en çok etkileyen kurumsal yönetim faktörleri olarak şunlar bulunmuştur: opsiyonlarda son 3 yıl içinde bir yeniden fiyatlanma gerçekleştirilmemesi, tedavülde bulunan hisse senetlerine oranla verilen opsiyonların oranının yüzde 3'ü aşmaması, yönetim kurulu üyelerinin yönetim kurulu toplantılarının en az yüzde 75'ine katılmış olması veya katılmamalarına ilişkin geçerli bir mazeretleri bulunması, yönetim kurulu tüzükleri proxy'lerde bulunması ve yönetim kurulu üyelerinin opsiyon sahibi olmalarına yönelik kurallar bulunması.

Chong, De Silanes (2006), Meksika'da kurumsal yönetim ilkeleri çerçevesinde şirketlerce hazırlanması gereken kurumsal yönetim ilkeleri uyum raporlarını kullanarak, her şirket bazında bir kurumsal yönetim endeksi oluşturmuşlardır. Çalışmaya göre, daha iyi kurumsal yönetim uygulamaları olan şirketlerin daha yüksek Tobin's Q değerleri mevcuttur. Ayrıca daha iyi kurumsal yönetim, daha

yüksek özkaynak ve aktif getirisine yol açmaktadır. Daha iyi kurumsal yönetim uygulamaları olan şirketler genelde daha büyük şirketler olup, genelde ADR ihraç eden şirketlerdir.

Attiya, Iqbal (2007), Pakistan Karachi Borsası'nda işlem gören şirketlere yönelik yaptıkları bir araştırmada; şirketlerdeki kurumsal yönetimin kalitesine yönelik olarak, faaliyet raporlarını ve diğer belgeleri inceleyerek bir kurumsal yönetim endeksi oluşturmuşlardır. Endekste kurumsal yönetime ilişkin 22 adet kriter incelenmiştir. Bu 22 kriter 3 genel başlık altında toplanmaktadır: yönetim kurulu, ortaklık yapısı ve şeffaflık, kamuyu aydınlatma, denetimdir. Bu araştırmada her bir kriter için kriterin uygulanmasının gücüne göre 100 ile sıfır arasında bir değer verilmiştir. Her bir kriterin ortalaması alınarak alt endeksler, alt endekslerin ortalaması alınarak da her şirket için genel kurumsal yönetim endeksi bulunmuştur.

Gutierrez, Pombo (2007), daha iyi kurumsal yönetim uygulamalarının, performansı olumlu etkilediğine dair bir kanıt bulamamıştır. Bu durum en büyük şirketlerin bile sermaye piyasası dışındaki finansman kaynaklarını tercih etmelerine bağlanmıştır.

Garay, Gonzales (2008), Caracas Borsasında işlem gören tüm şirketler için 2004 sonu itibariyle bir kurumsal yönetim endeksi oluşturmuşlardır. Daha sonra şirketlerin temettü dağıtım oranı, fiyat defter değeri çarpanını ve Tobin's Q değerinin, kurumsal yönetim endeksi ile bağlantılı olup olmadığını araştırmışlardır. Sonuçta kurumsal yönetim endeksi ile fiyat defter değeri, Tobin's Q ve temettü dağıtım oranı arasında artı ve güçlü bir ilişki bulmuşlardır. Öte yandan genel kurumsal yönetim endeksinin alt endeksleri olan etik ve çıkar çatışmaları alt endeksinin, fiyat defter değeri ve Tobin's Q değerlerindeki değişimin büyük bir kısmını açıkladığı sonucuna erişmişlerdir. Çalışma sonucunda yazarlar, kurumsal yönetim uygulamalarının zayıf olduğu Venezüella gibi ülkelerde, iyi kurumsal yönetim uygulamaları yapan şirketlerin kendilerini farklılaştırarak yatırımcıları cezp edebilecekleri sonucuna varmışlardır.

Bebchuk, Cohen, Ferrell (2009), ise şirketlere yönelik kurumsal yönetim endeksleri oluşturulurken daha çok kriter koymanın, endeksin bir kurumsal yönetim ölçütü olarak anlamını yitirmesine yol açtığını savunarak, E endeksi olarak adlandırdıkları ve şirket değerini en çok etkileyen az sayıda kurum yönetim kriterinden oluşan bir endeks oluşturmuşlardır. Buna göre E endeksinde bulunan 6 maddenin dışında kalan kriterlerin çoğu şirket değerini etkileyen faktörler değil. E endeksindeki faktörler ise şöyle sıralanmaktadır: değişik sınıflardan oluşan yönetim kurulu üyelikleri, pay sahiplerinin çoğunluğuna rağmen şirketin esas sözleşmesini değiştirmelerini engelleyen sınırlamalar, birleşmelerin onaylanması için artırılmış çoğunluk gerekli kılınması, altın paraşütler ve zehir hapları.

6.2 ÇALIŞMANIN AMACI VE HİPOTEZİ

Kurumsal yönetim konusu 2000'li yıllarda ön plana çıkmıştır. Düzenleyici kuruluşlar hukuki alanda reformlar gerçekleştirirken, şirketlerin gönüllü olarak uygulamaları için dünya çapında ilkeler getirilmiştir. Şirketlerin gönüllü olarak kurumsal yönetim uygulamalarını iyileştirmeleri kendileri açısından hem maliyet yaratırken, hem de bir ölçüde büyük ortakların ve yöneticilerin kontrollerinin azalmasına yol açmaktadır. Burada öne çıkan konu, kurumsal yönetim kalitesini artırmada şirketler açısından bir menfaat bulunup bulunmadığıdır.

Literatür bölümünde değinildiği gibi, dünya çapında yapılan araştırmalar şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarının kalitesi ile şirket değeri arasında pozitif bir ilişki bulunduğunu ortaya koymaktadırlar. Bu çalışmalar kurumsal yönetim uygulamalarının kalitesinin artırılmasının, şirketlerin kendi menfaatleri açısından gerektiği sonucuna varmaktadırlar; çünkü yatırımcıların, kurumsal yönetim uygulamalarının kalitesinin yüksek olduğu şirketlere yönelik ilgileri artmakta, bu da sermayenin maliyetinin düşmesine, şirket değerinin de artmasına yol açmaktadır. Bu çalışmaların sonuçları şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarını geliştirmelerini cesaretlendirici yöndedir.

Bu çalışmanın amacı ise; Türkiye'de hisse senetleri borsada işlem gören şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarının kalitesinin, şirket değeri üzerinde

etkili olup olmadığını ortaya koymaktır. Bu çalışma ile Türkiye’de de dünyadaki duruma bir paralellik olup olmadığı araştırılmıştır.

Türkiye’de kurumsal yönetime yönelik olarak Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yönetim İlkeleri’ni yayınlamıştır. Ancak Sermaye Piyasası Kurulu’nun yayımladığı kurumsal yönetim ilkeleri ihtiyari bir uygulamadır³⁸. Diğer bir deyişle, yapılan son değişikliklere kadar şirketler kurumsal yönetim ilkelerini uygulamadıklarını açıklamak koşuluyla bu kuralları uygulayıp uygulamamakta serbest olmuşlardır.

Kurumsal yönetim ilkelerine uyum zaruri olmadığı için şirketler bu ilkelere azami ölçüde uyarak, kurumsal yönetime ilişkin olarak diğer halka açık şirketlere göre bir fark yaratabilmektedirler. Diğer bir deyişle, bir ülkede şirketlerin uyması gereken kurallar, o ülkenin hukuki altyapısını belirlemektedir ve şirketler asgari olarak bu duruma uymak zorunda kalmaktadırlar. Ancak fark yaratmak isteyen şirketler asgari şartların da üzerine çıkarak daha da yüksek kalitede kurumsal yönetim uygulamaktadırlar.

Bazı çalışmalar³⁹ özellikle bir ülkede kurumsal yönetime yönelik hukuki altyapı çok sıkı değilse, şirketlerin kurumsal yönetim uygulamaları ile kendilerini farklılaştırarak şirket değerini daha çok etkiledikleri yönündedir. Diğer bir deyişle, ortalamada hukuken çok sıkı kurumsal yönetim uygulamaları zorunlu kılınan ülkelerde, firmaların fark yaratarak ön plana çıkarak sağladıkları fayda, daha azdır. Ülkemiz geliştirmekte olan bir ülke olduğundan kurumsal yönetimin en ileri seviyelere henüz ulaşmadığı sonucuna varılabilir. Bu çerçevede şirketlerin uygulamaları ile fark yaratabilecekleri düşünülmektedir.

Sonuç olarak bu araştırmada amaçlanan kurumsal yönetim uygulamaları ile fark yaratan şirketlerin yatırımcılar tarafından ödüllendirilip ödüllendirilmedikleri test edilmiştir.

Bu çerçevede bu çalışmanın hipotezi aşağıdaki gibidir:

³⁸ Araştırma döneminde Türkiye’de kurumsal yönetim ilkelerinin şirketler tarafından uygulanması ihtiyari kalmıştır. Ancak 2011 ve 2012 yılında yapılan değişikliklerle ilkelerin bazı maddelerinin uygulanması zorunlu hale gelmiştir.

³⁹ Bauer, Guesnter, Otten (2004) , Klapper, Love (2004)

HİPOTEZ

H₁: İMKB şirketlerinin kurumsal yönetim uygulamalarının yüksekliği ile şirket değerleri arasında pozitif bir ilişki bulunmaktadır.

6.3 VERİ SETİ, YÖNTEM VE TEKNİKLER

Bu çalışmada İMKB’de işlem gören şirketlerin kurumsal yönetim uygulamaları incelenmiştir. Kurumsal yönetim uygulamalarına yönelik olarak 58 kriter belirlenerek her şirket için 2004-2009 dönemindeki 6 yıl için bir kurumsal yönetim endeksi hesaplanmıştır. Çalışmada yatırım ortaklıkları ve gayrimenkul yatırım ortaklıkları dışında kalan 2004 sonunda İMKB’de kote olup, hisse senetleri halihazırda da İMKB’de işlem gören 215 şirketin 2004–2009 yılları arasındaki verileri kullanılmıştır. Veriler toplanırken her şirketin 6 yıla ilişkin Kurumsal Yönetim İlkeleri’ne Uyum Raporları, faaliyet raporları, esas sözleşmeleri ve internet sitelerindeki bilgiler kullanılmıştır. Şirketin faaliyet raporları ve uyum raporları geriye dönük olarak yeterli değilse KAP’taki bilgileri kullanılmıştır⁴⁰.

Bu çerçevede çalışmada panel veri seti kullanılmıştır. Black ,Kim, Jang, Park (2011) geçmişte yapılan birçok çalışmanın kesitsel (cross sectional) yapıldığını ve bunun da analizin yetersiz kalmasına yol açtığına işaret etmektedir.

Her şirket için yıllar itibariyle genel kurumsal yönetim endeksleri oluşturulduktan sonra, bu kurumsal yönetim endeksleri ile şirketlerin değerleri arasındaki ilişki aşağıdaki model çerçevesinde incelenecektir.

$$Y_{it} = \alpha + \beta KYE_{i,t} + \gamma X_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

i: İMKB-100 şirketleri

t: 2004-2009 yıllarını

Y_{it}: İMKB şirketlerinin değişik yıllardaki Tobin’s Q değerleri

⁴⁰ Bazı şirketleri için geriye dönük faaliyet raporları ne kendi sitelerinde ne de KAP’da bulunabilmiştir. Bu durumda önceki yıl bilgisi varsa durumun değişmediği varsayılmıştır.

KYE_{it} : 2004-2009 yılları arasında değişik şirketler için hesaplanan kurumsal yönetim endekslerini.

X_{it} : Değişik kontrol faktörlerinden oluşan vektörü

temsil etmektedir.

Öte yandan genel kurumsal yönetim endeksinin yanında “Pay sahiplerinin hakları”, “Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık” ve “Yönetim Kurulunun yapısı ve işleyişi” alt endeksleri oluşturularak ve bu alt endekslerin şirket değeri ile olan ilişkisi de incelenmiştir.

Şirket değerini ölçmek için Tobin’s Q ([borçların defter değeri+özkaynağın piyasa değeri]/varlıkların defter değeri) değeri kullanılmıştır. Öte yandan Tobin’s Q’nun yerine piyasada değeri/defter değeri ve piyasa değeri/satışlar değişkenleri konmuş böylelikle Tobin’s Q ile elde edilen sonuçların tutarlılığı test edilmiştir.

Bunun dışında Tobin’s Q değeri (veya alternatifi olan piyasa değeri/defter değeri ile piyasa değeri/satışlar) asıl olarak hesaplanan kurumsal yönetim endeksi ile açıklanmaya çalışılacaktır.

Ancak şirket değerini etkileyebilecek bazı kontrol değişkenleri de kullanılmıştır. Bu çalışmada kullanılan kontrol değişkenleri literatürdeki birçok çalışmaya paralellik taşımaktadır. Ancak Black, Jang, Kim (2005), Black, Kim, Jang, Park (2011) bu çalışmadaki kontrol değişkenlerine ek olarak, araştırma harcamaları/satışlar, reklam harcamaları/satışlar, ihracat/satışlar, duran varlıklar/satışlar, yatırım harcamaları/satışlar, FAVÖK/satışlar, piyasa payı, ilişkili işlemler, temetü/aktif, temettü/satışlar, yabancı ortaklık, ADR MSCI kukla, büyük ortak payı bankacılık ve holding kukla ve endüstri devlet şirketi kuklaları kullanmışlardır. Bu çalışmadaki kontrol değişkenleri Black, Cavalho, Gorga (2012) ve Black, Love, Rachinsky (2006) çalışmalarındaki gibi daha kısıtlı tutulmuştur. Bunda çalışmada panel veri kullanılması ve veri elde edilmesine yönelik kısıtlar rol oynamıştır.

Bu çalışmada kullanılan kontrol değişkenleri aşağıda verilmiştir:

İMKB 100 endeksi: İMKB şirketlerinin değerlerini etkileyen önemli değişkenlerden biri de genel endeksteeki gelişmelerdir. Öte yandan endeksteeki gelişmeler kurumsal yönetimdeki gelişmelerden etkileniyorsa bu sonuçları olumsuz etkileyebilecektir (Black, Love, Rachinsky, 2006:371)

Şirket büyüklüğü: Hem şirket değerini hem de kurumsal yönetimi etkileyebilecek bir faktördür. Şirketler büyüdükçe verimlilik ve karlılık azalabilir bu da şirket değerini olumsuz etkileyebilir.

Kaldıraç: Şirketler yüksek kaldıraç kullanarak karlılıklarını bu çerçevede de şirket değerini artırabilirler.

Satışlarda büyüme: Satışları hızlı büyüyen şirketlerin primi daha yüksek olabilir. Satışlardaki büyüme şirket değerini doğrudan etkileyebilecek bir faktördür.

Şirket hisse devir hızı: Şirket devir hızı şirketin hisse senedinde İMKB’de bir yıl boyunca yaptıkları işlemlerin toplam değerinin şirketin yıl sonu kapitalizasyonuna bölerek bulunmuştur. Bu değişken yatırımcıları İMKB şirketlerine yönelik taleplerini ölçmek için kullanılmıştır. Yatırımcıların daha çok talep gösterdiği şirketlerin değeri daha yüksek olabilir.

Aktif Karlılığı: Karlılık şirket değerini doğrudan etkileyen bir faktör olduğundan aktif karlılığı dahil edilmiştir.

Özkaynak karlılığı: Şirket karlılığının diğer bir ölçütü olarak alınmıştır.

Kote olunan yıl sayısı: Daha yeni şirketler daha hızlı büyüebilir ve daha az sermaye yoğun çalışıyor olabilirler bu da şirket değerini olumlu etkileyebilir. (Black, Cavalho, Gorga, 2012:15)

Tablo 6.1: Kullanılan Değişkenler ve Tanımları

Değişken	Tanım
Tobin's Q	$\frac{[\text{özkaynak piyasa değeri} + \text{borçlar defter değeri}]}{[\text{özkaynak defter değeri} + \text{borçlar defter değeri}]}$
Piyasa Değeri/Defter değeri	$\frac{[\text{özkaynak piyasa değeri}]}{[\text{özkaynak defter değeri}]}$
Piyasa değeri/Satışlar	$\frac{[\text{özkaynak piyasa değeri}]}{[\text{satışlar}]}$
İMKB 100 Endeksi	İMKB 100 endeksini yıl sonu değeri
Şirket büyüklüğü	aktif büyüklüğü
Kaldıraç	Toplam borçlar/aktifler
Satışlarda büyüme	Satışlardaki yıllık artış
Şirket hisse devir hızı	Şirketin hisse senedindeki yıllık işlem hacmi/şirket kapitalizasyonu
Aktif Karlılığı	Net kar/aktif değeri
Özkaynak karlılığı	Net kar/özkaynaklar
Kote olunan yıl sayısı	Şirketin hisse senetlerinin İMKB'de kaç yıldır işlem gördüğü
İMKB 100 Kukla	İMKB 100 şirketleri için 1 diğerleri için 0
İMKB 30 kukla	İMKB 30 şirketleri için 1 diğerleri için 0
İMKB Mali Endeks Kukla	Mali endeks şirketleri için 1 diğerleri için 0
İMKB Hizmetler Endeks Kukla	Hizmetler endeksi şirketleri için 1 diğerleri için 0
İMKB Sınai Endeks Kukla	Sınai endeksi şirketleri için 1 diğerleri için 0

İMKB 100 Kukla: yatırımcıların İMKB 100 şirketlerine yönelik tercihi daha yüksek olabilir. bu çerçevede İMKB 100 şirketlerinin değeri daha yüksek olabilir.

İMKB 30 Kukla: İMKB'deki şirketlerin değerinin yüzde 60'ından fazlasını ellerinde tutan yabancı yatırımcılar daha çok en likit ve en büyük şirketlerin

bulunduğu İMKB 30 şirketlerini tercih etmektedirler. Bu da İMKB 30 şirketlerinin değerini olumlu etkileyebilir.

Sektör Endeksleri Kukla: Mali, Hizmetler ve Sınai endekslerinde bulunan şirketler için ayrı 3 tane kukla değişken belirlenmiştir. Yatırımcıların belli sektörleri tercih etmeleri (etmemeleri) o sektördeki şirketlerin değerlerini olumlu (olumsuz) etkileyebilir.

Genel kurumsal yönetim endeksinin alt bileşenlerinden yüzde 83 ile en çok yönetim kurulu alt endeksi ile korelasyonu yüksektir. Öte yandan pay sahipleri alt bileşeni olan korelasyonu yüzde 72'e gerilemektedir. Alt bileşenlerin kendi aralarındaki korelasyona bakıldığında ise en yüksek korelasyonun yüzde 50 ile kamuyu aydınlatma ve yönetim kurulu endeksi arasında olduğu, pay sahipleri ile kamuyu aydınlatma arasındaki korelasyonun yüzde 47'ye gerilerken pay sahipleri ile yönetim kurulu arasındaki korelasyonun yüzde 38'e düştüğü görülmektedir.

Tablo 6.2: Kurumsal Yönetim Endeksi ve Alt Bileşenlerinin Korelasyonu

	Kurumsal Yönetim	Pay Sahipleri	Kamuyu Aydınlatma	Yönetim Kurulu
Kurumsal Yönetim	1			
Pay Sahipleri	0,72	1		
Kamuyu Aydınlatma	0,81	0,47	1	
Yönetim Kurulu	0,83	0,38	0,50	1

Bu çalışmada kullanılan verilere ilişkin bilgiler Tablo 6.3 ve Tablo 6.4'te verilmiştir

Tablo 6.3: Veriler Arasındaki Korelasyon

	LNTOBINSQ	LNOKK	LNAK	BORÇAKTİF	LNSBH	LNIHSPD	KURUMSALY ÖNETİMNOTU	LOGAKTİF BÜYÜKLÜĞÜ
LNTOBINSQ	1,00	-0,02	-0,08	0,15	0,04	-0,16	0,05	-0,06
LNOZKAYNAKKARLILIĞI	-0,02	1,00	0,10	-0,11	0,03	-0,02	0,04	0,09
LNAKTİFKARLILĞI	-0,08	0,10	1,00	-0,37	0,02	-0,03	0,05	0,08
BORÇ/AKTİF	0,15	-0,11	-0,37	1,00	-0,06	0,12	0,05	0,15
LNSATIŞLARDABÜYÜME	0,04	0,03	0,02	-0,06	1,00	-0,09	0,01	0,08
LNIŞLEMHACMI/PIYASADEĞ	-0,16	-0,02	-0,03	0,12	-0,09	1,00	-0,18	-0,40
KURUMSALYÖNETİMNOTU	0,05	0,04	0,05	0,05	0,01	-0,18	1,00	0,48
LOGAKTİFBÜYÜKLÜĞÜ	-0,06	0,09	0,08	0,15	0,08	-0,40	0,48	1,00

Tablo 6.4: Kullanılan Değişkenlere İlişkin İstatistikler

	N	Minimum	Maksimum	Ortalama	Standart Sapma	Medyan
Lntobinsq	1176	-1,24	2,07	0,11	0,34	0,08
Lnpiyasadeğeri/satışlar	1032	-3,91	3,41	-0,37	1,02	1,05
Lnpd/dd	1175	-1,90	3,42	0,21	0,69	0,18
Lnimkb100	1176	10,12	10,92	10,55	0,30	10,59
Lnözkaynakkarlılığı	1176	-1,35	7,07	6,75	0,24	6,77
Lnaktifkarlılığı	1176	-0,60	5,85	5,67	0,19	5,68
Borçaktif	1032	0,28	293,98	45,87	24,92	43,09
Lnsatışlartabüyüme	1170	0,00	6,94	4,56	0,83	4,69
Lnışlemhacmi/piyasadeğeri	1176	-4,61	4,54	0,56	1,37	0,68
Kaçyıldır borsa da işlem görüyor	1176	0,00	23,00	13,05	5,70	13,00
Kurumsal yönetim notu	1176	0,25	0,84	0,51	0,10	0,50
Paysahipleri	1176	0,28	0,83	0,53	0,10	0,53
Kamuyu aydınlatma	1176	0,09	0,91	0,51	0,16	0,50
Yönetim kurulu	1176	0,19	0,85	0,48	0,12	0,46
Logaktif büyüklüğü	1176	6,81	11,05	8,53	0,81	8,33
Mali	1176	0,00	1,00	0,19	0,40	
Sınai	1176	0,00	1,00	0,63	0,48	
Hizmetler	1176	0,00	1,00	0,12	0,32	
iMKB30	1176	0,00	1,00	0,12	0,33	
iMKB100	1176	0,00	1,00	0,38	0,49	

6.4 VERİLERİN ANALİZİ

6.4.1 Yıllık Regresyonlar

Araştırma kapsamında ilk olarak Tobin's Q ile kurumsal yönetim endeksi ve kontrol değişkenleri arasında yıllık regresyonlar denenmiştir. Ayrıca modelin anlamlılığını test etmek amacıyla Tobin's Q yerine piyasa değeri/satışlar ve piyasa değeri/defter değeri konmuştur. Kontrol değişkenleri olarak işlem/hacmi/şirket piyasa değeri, aktif büyüklüğü, aktif karlılığı, satışlardaki büyüme hızı, özkaynak karlılığı, borç/aktif oranı kullanılmıştır.

Tobin's Q ile yapılan yıllık regresyonlarda 2004, 2005, 2006 yıllarında kurumsal yönetim ile anlamlı ve pozitif bir ilişki bulunmuştur. Ancak 2007, 2008 ve 2009 yıllarında da ilişki pozitif olmakla birlikte anlamlı değildir.

Piyasa değeri/satışlar ile yapılan yıllık regresyonlarda ise 2004-2007 yıllarında pozitif anlamsız, 2008, 2009 yıllarında ise negatif ve anlamsız bir ilişki çıkmıştır. Piyasa değeri/defter değeri ile yapılan yıllık regresyonlarda ise 2004, 2005, 2006, yıllarında kurumsal yönetim anlamlı ve pozitif çıkarken, 2007, 2008 ve 2009 yıllarında ise pozitif olmakla birlikte anlamlı değildir.

Kontrol değişkenlerine bakıldığında; Tobin's Q ile kontrol değişkenlerinden hisse senedi işlem hacmi/şirket piyasa değeri ve aktif büyüklüğü ile genellikle eksi ve anlamlı bir ilişki çıkmıştır. Aktif karlılığında ise iki dönem artı iki dönem ise eksi ve anlamlı bir ilişki bulunmuştur.

Birçok kontrol değişkeninde ise anlamlı ilişkiler çıkmamakla birlikte mali ve sınai endekse dahil olmak eksi, satışlarda büyüme, hizmetler endeksine dahil olmak artı ilişki sergilemektedir.

6.4.2 Tüm Verilere Yönelik En Küçük Kareler Yöntemi

215 şirket içinde uç değerler ayıklandıktan sonra kalan 195 şirkete yönelik 2004-2009 arasındaki döneme yönelik olarak en küçük kareler yöntemi kullanılarak Tobin's Q ile kurumsal yönetim notu arasındaki ilişki incelenmiştir. Bu modelde Tobin's Q ile pozitif ve anlamlı bir ilişki bulunmuştur.

F testi modelin anlamlı olduğunu göstermekte olup R^2 ise yüzde 17'dir. Modeldeki kontrol değişkenlerine bakıldığında ise Tobin's Q'yu pozitif etkileyen ve anlamlı olan diğer değişkenler, İMKB 100 endeksinin değeri, Hizmetler endeksine dahil olmak ve satışlardaki büyümedir. Aktif büyüklüğü, hisse senedi işlem hacmi/şirket değeri, aktif karlılığı, sınai endeksine dahil olmak Tobin's Q'yu eksi ve anlamlı bir şekilde etkilemektedir.

En küçük kareler yöntemini diğer bağımlı değişkenlere uyguladığımızda ise piyasa değeri/satışlar ve piyasa değeri/defter değeri modellerinde pozitif fakat anlamlı değildir.

Tablo 6.5 En Küçük Kareler Yöntemine Göre Sonuçlar

Dependent Variable: LNTOBINSQ

Method: Panel Least Squares

Date: 06/23/12 Time: 12:16

Sample: 2004 2009

Periods included: 6

Cross-sections included: 195

Total panel (balanced) observations: 1170

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
KURUMSALYÖNETİMNOTU	0.277486	0.111098	2.497660	0.0126
LNAKTİFKARLILIGI	-0.118511	0.049456	-2.396285	0.0167
LNİSLEMHACMI/ŞİRDEĞ	-0.064885	0.007507	-8.643748	0.0000
LNOZKAYNAKKAR	-0.025064	0.038025	-0.659156	0.5099
LNSATIŞBUYÜME	0.032649	0.011402	2.863447	0.0043
LOGAKTİFBÜYÜK	-0.100263	0.015839	-6.330125	0.0000
LNIMKB100	0.311521	0.030710	10.14381	0.0000
MALI	-0.023781	0.047772	-0.497788	0.6187
SINAI	-0.101856	0.039800	-2.559205	0.0106
HİZMETLER	0.115075	0.046789	2.459457	0.0141
C	-1.675788	0.487072	-3.440531	0.0006
R-squared	0.176260	Mean dependent var		0.111684
Adjusted R-squared	0.169153	S.D. dependent var		0.343797
S.E. of regression	0.313373	Akaike info criterion		0.526514
Sum squared resid	113.8171	Schwarz criterion		0.574132
Log likelihood	-297.0109	Hannan-Quinn criter.		0.544474
F-statistic	24.79976	Durbin-Watson stat		0.701021
Prob(F-statistic)	0.000000			

6.4.3 Rassal Etkiler Modeli ve Hausman Testi

En küçük kareler yönteminin kullanılmasından sonra veriler üzerinde panel veri analizi yapılmıştır. Bu çerçevede ilk olarak sabit etki mi, yoksa rassal etki analizi mi yapılmasına yönelik olarak çalışma gerçekleştirilmiştir. İlk olarak 195 şirket 1170 gözlemden oluşan veri setine rassal etki modeli uygulanmıştır. Bunun üzerine Hausmann testi yapılmış ve sonucunda oluşturulan modelin rassal etki için uygun olmadığı (ki-kare:89,897, $p < 0,05$), sabit etki modeli oluşturulması gerektiği sonucuna varılmıştır.

Rassal etki modelinde kurumsal yönetim notu ile Tobin's Q arasında negatif ve anlamlı bir ilişki çıkmaktadır. Rassal etki modelinde, kurumsal yönetim notu ile piyasa değeri/satışlar ve piyasa değeri/defter değeri bağımlı değişkenleri ile de negatif ve anlamlı bir ilişki çıkmaktadır.

Tablo 6.6: Rassal Etkiler Modeli Sonuçları

Dependent Variable: LNTOBINSQ
Method: Panel EGLS (Cross-section random effects)
Date: 06/23/12 Time: 12:17
Sample: 2004 2009
Periods included: 6
Cross-sections included: 195
Total panel (balanced) observations: 1170
Swamy and Arora estimator of component variances

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
KURUMSALYONETİMNOTU	-0.498589	0.162581	-3.066712	0.0022
LNAKTİFKARLILIĞI	-0.115135	0.037041	-3.108282	0.0019
LNIŞLEMHACMI/ŞİRDEĞ	-0.060449	0.008421	-7.178093	0.0000
LNOZKAYNAKKAR	0.006227	0.028329	0.219794	0.8261
LNSATIŞBÜYÜME	0.028429	0.010323	2.754033	0.0060
LOGAKTİFBÜYÜK	-0.123073	0.024846	-4.953462	0.0000
LNIMKB100	0.343639	0.021842	15.73300	0.0000
MALI	0.076659	0.085875	0.892679	0.3722
SINAI	-0.092390	0.072839	-1.268415	0.2049
HİZMETLER	0.120680	0.085650	1.408988	0.1591
C	-1.665363	0.384503	-4.331208	0.0000
Effects Specification				
			S.D.	Rho
Cross-section random			0.219311	0.5076
Idiosyncratic random			0.216017	0.4924
Weighted Statistics				
R-squared	0.214235	Mean dependent var		0.041667
Adjusted R-squared	0.207456	S.D. dependent var		0.251276
S.E. of regression	0.223699	Sum squared resid		57.99763
F-statistic	31.59964	Durbin-Watson stat		1.328108
Prob(F-statistic)	0.000000			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.124258	Mean dependent var		0.111684
Sum squared resid	121.0023	Durbin-Watson stat		0.636576

6.4.4 Sabit Etki Modeli

Hausman testi ile rassal etki modelinin yerine sabit etki modelinin kullanılmasına karar verilmiştir. Ancak sabit etki modelinde de, kesitler ve/veya zaman sabit veya her ikisi de tutulabilmektedir.

Bu çerçevede ilk olarak kesitin sabit olduğu model uygulanmıştır. Kesitin sabit olduğu modelde Tobin's Q ile kurumsal yönetim değeri arasında negatif ve anlamlı bir ilişki bulunmuştur. Bu modelde İMKB 100 endeksinin değeri Tobin's Q'yu pozitif ve anlamlı bir şekilde etkilemektedir. Aktif karlılığı, işlem/hacmi/şirket piyasa değeri ve aktif büyüklüğü ise Tobin's Q'yu negatif ve anlamlı bir şekilde etkilemektedir.

Piyasa değeri/satışlar ile piyasa değeri/defter değeri bağımlı değişkenleri kullanıldığında da sabit kesit modelinde kurumsal yönetim notu ile negatif ve anlamlı bir ilişki çıkmaktadır.

Tablo 6.7: Kesitin Sabit Olduğu Model Sonuçları

Dependent Variable: LNTOBINSQ

Method: Panel Least Squares

Date: 06/23/12 Time: 12:20

Sample: 2004 2009

Periods included: 6

Cross-sections included: 195

Total panel (balanced) observations: 1170

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
KURUMSALYONETİMNOTU	-1.565964	0.251189	-6.234216	0.0000
LNAKTİFKARLILIĞI	-0.104465	0.037739	-2.768139	0.0057
LNISLEMHACMI/ŞİRDEĞ	-0.047507	0.009929	-4.784796	0.0000
LNOKZKAYNAKKAR	0.005224	0.028741	0.181772	0.8558
LNSATIŞBÜYÜME	0.012759	0.011127	1.146706	0.2518
LOGAKTİFBÜYÜK	-0.328093	0.053761	-6.102842	0.0000
LNIMKB100	0.408782	0.022975	17.79258	0.0000
C	-0.081062	0.511373	-0.158519	0.8741
Effects Specification				
Cross-section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.673086	Mean dependent var	0.111684	
Adjusted R-squared	0.605205	S.D. dependent var	0.343797	
S.E. of regression	0.216017	Akaike info criterion	-0.071149	
Sum squared resid	45.17003	Schwarz criterion	0.803280	
Log likelihood	243.6222	Hannan-Quinn criter.	0.258653	
F-statistic	9.915560	Durbin-Watson stat	1.645978	
Prob(F-statistic)	0.000000			

Daha sonra ise sadece zamanın sabit olduğu model uygulanmıştır⁴¹. Bu modelde ise Tobin's Q ve kurumsal yönetim notu arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki bulunmaktadır.

Modelde kontrol değişkenlerine bakıldığında ise aktif büyüklüğü, işlem hacmi/şirket piyasa değeri, aktif karlılığı ile Tobin's Q arasında negatif ve anlamlı bir ilişki bulunmaktadır. Kalan ve anlamlı olmayan kontrol değişkenlerinden Hizmetler

⁴¹ Zamanın sabit olduğu modelde evIEWS kullanılırken GLS ağırlıklandırılmasında Period SUR, robust kovaryans katsayısı özelliği olarak da white period seçilmiştir.

endeksi kukla değişkeni, satışlardaki büyüme pozitif, özkaynak karlılığı, mali, sınai kukla değişkenleri ise negatif işaret almıştır.

Zamanın sabit olduğu modellerde piyasa değeri/satışlar ve piyasa değeri/defter değeri bağımlı değişkeni ayrı olarak konulduğunda kurumsal yönetim endeksi pozitif fakat anlamlı değildir. Bu modelde Tobin's Q modelinden farklı olarak aktif karlılığı pozitif ve anlamlıdır.

Tablo 6.8: Zamanın Sabit Olduğu Model Sonuçları

Dependent Variable: LNTOBINSQ

Method: Panel EGLS (Period SUR)

Date: 06/23/12 Time: 14:07

Sample: 2004 2009

Periods included: 6

Cross-sections included: 195

Total panel (balanced) observations: 1170

Linear estimation after one-step weighting matrix

White period standard errors & covariance (d.f. corrected)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
KURUMSALYONETİMNOTU	0.415656	0.171492	2.423766	0.0155
LNAKTİFKARLILIĞI	-0.126795	0.004675	-27.12103	0.0000
LNISLEMHACMI/ŞİRDEĞ	-0.047642	0.009387	-5.075028	0.0000
LNOZKAYNAKKAR	-0.010493	0.015268	-0.687244	0.4921
LNSATIŞBÜYÜME	0.004320	0.009718	0.444513	0.6568
LOGAKTİFBÜYÜK	-0.081337	0.024731	-3.288854	0.0010
MALI	-0.032891	0.090564	-0.363178	0.7165
SINAI	-0.095581	0.086583	-1.103925	0.2699
HİZMETLER	0.116256	0.099674	1.166356	0.2437
C	1.443465	0.217250	6.644249	0.0000

Effects Specification

Period fixed (dummy variables)

Weighted Statistics

R-squared	0.300744	Mean dependent var	0.157643
Adjusted R-squared	0.292268	S.D. dependent var	1.187117
S.E. of regression	1.003220	Sum squared resid	1162.450
F-statistic	35.48260	Durbin-Watson stat	1.976339
Prob(F-statistic)	0.000000		

Unweighted Statistics

R-squared	0.239085	Mean dependent var	0.111684
Sum squared resid	105.1366	Durbin-Watson stat	0.669717

Modele yönelik çeşitli testler gerçekleştirilmiş ve bunun sonucunda modelin anlamlı ve kullanılabilir olduğu görülmüştür⁴². Zamana göre sabit etkili panel veri analizi sonucunda, modeldeki bağımsız değişkenlerin Tobin's Q daki değişimleri açıklama oranı %30'dur. Ayrıca oluşturulan modelin anlamlı ve kullanılabilir olduğu görülmüştür (F:35,4826, $p<0,05$).

Öte yandan yukarıdaki modele İMKB 30'da işlem görüp görmeme kukla (dummy) değişken olarak sokulduğunda, bu değişkenin Tobins' Q ile pozitif ve anlamlı bir ilişkisi çıkmıştır. Yeni kontrol değişkeni kurumsal yönetim notunun durumunda ve kontrol değişkenlerinde büyük bir değişiklik yapmamıştır. Yeni kontrol değişkeni olarak İMKB 100 endeksinde işlem görüp görmeme kukla değişkeni modele konduğunda ise bu değişken de pozitif ve anlamlı çıkmaktadır. Bu modelde de kurumsal yönetim endeksi yine pozitif ve anlamlı çıkmakla birlikte katsayısı bir miktar düşmektedir.

Piyasa değeri/satışlar modelinde ve piyasa değeri/defter değeri modellerinde de İMKB 30 ve İMKB 100 endeksleri pozitif ve anlamlı olurken, modelde düzelmeye yol açmamış ve kurumsal yönetim endeksi pozitif fakat anlamsız olmaya devam etmiştir.

Tobin's Q modelinde tüm alt endeksler birlikte modele konduğunda sadece pay sahipleri alt endeksi anlamlı çıkmakta olup işareti ise pozitifdir. Anlamlı olmayan

⁴² Ayrıca bağımsız değişkenlerin güvenilirliğini belirlemek amacıyla Redundant sabit etki testi uygulanmış ve bağımsız değişkenlerin modeldeki güvenilirliğinin anlamlı olduğu sonucuna varılmıştır ($p<0,05$). Yatay kesit gözlemlerin belli bir zaman dönemi içinde bir araya getirilerek oluşturulan panel veri analizi, beraberinde zaman serisi özelliklerini ve sorunlarını da getirmektedir. Öncelikle verilerde birim kökün varlığı test edilmelidir. Bu doğrultuda model üzerinde Levin, Lin ve Chu birim kök testi uygulanmış ve sonucunda modelin birim kök içermediği ($p<0,05$) durağan olduğu görülmüştür. Bağımsız değişkenler arasında çoklu bağıntı problemi olup olmadığını incelemek amacıyla, bağımsız değişkenler arasındaki ilişkiler incelenmiş ve tüm bağımsız değişkenler için yüksek düzeyde ilişki olmadığı görülmüştür. Buna göre; model için çoklu bağıntı problemi bulunmamaktadır. Ayrıca otokorelasyon etkisinin olup olmadığını incelemek için Durbin-Watson değerinden faydalanırız. Durbin Watson değeri 2 civarında olduğundan otokorelasyon etkisinin bulunmadığını söyleyebiliriz. Son olarak değişen varyans sorunun bulunup bulunmadığı Breusch-Pagan Godfrey testi ile sınanmış ve değişen varyans probleminin bulunmadığı görülmüştür.

yönetim kurulu artı işaret, kamuyu aydınlatma ise eksi işaret almaktadır. Kontrol değişkenlerinden aktif karlılığı, işlem hacmi/şirket piyasa değeri, aktif büyüklüğü eksi ve anlamlı çıkmaktadır.

Öte yandan kurumsal yönetim endeksi yerine kamuyu aydınlatma alt endeksi bulunduğu ise pozitif fakat anlamsızdır. Sadece pay sahipleri alt endeksi bulunduğu ise pozitif ve anlamlı bir ilişki sergilemektedir. Öte yandan yönetim kurulu alt endeksi tek başına modele bulunduğu pozitif ve anlamlı çıkmaktadır. Her üç modelde de kontrol değişkenlerinden aktif karlılığı, işlem hacmi/şirket piyasa değeri, aktif büyüklüğü eksi ve anlamlı çıkmaktadır

Piyasa değeri satışlar modeline üç alt endeks bulunduğu ise anlamlı çıkan yoktur, kamuyu aydınlatma ve yönetim kurulu negatif, pay sahipleri ise pozitif işaret almaktadır. Piyasa değeri/satışlar modelinde kamuyu aydınlatma, pay sahipleri ve yönetim kurulu teker teker konulduğunda da anlamlı çıkmamaktadır. Yönetim kurulu kamuyu aydınlatma negatif işaret, pay sahipleri ise pozitif işaret almaktadır.

Piyasa değeri/defter değeri modelinde ise her üç alt endeks modele konulduğunda kamuyu aydınlatma negatif ve anlamlı, pay sahipleri ise pozitif ve anlamlı çıkmaktadır. Yönetim kurulu ise pozitif fakat anlamsızdır. Alt endeksler teker teker modele bulunduğu ise kamuyu aydınlatma negatif fakat anlamsız, pay sahipleri pozitif ve anlamlı, yönetim kurulu ise pozitif fakat anlamsız çıkmaktadır.

6.4.5 Diğer Modeller

Kontrol değişkenlerinden borç/aktifler bir önceki bölümde mali sektörün bulunması nedeniyle modellere konmamıştı. Bu bölümde de mali sektör şirketleri örneklemden çıkarılarak, modele borç/aktif kontrol değişkeni sokulmuştur. Bu çerçevede mali sektörün bulunmadığı 171 şirkete yönelik modelde aşağıdaki sonuçlar elde edilmiştir.

Buna göre borç/aktif değişkeni zamanın sabit olduğu sabit etki panel analizinde pozitif ve anlamlı bir değer almıştır. Kurumsal yönetim notu bu modelde anlamlı ve

pozitif olmaya devam etmiş, ancak katsayısında önemli bir değişiklik meydana gelmemiştir. Modelin açıklama gücü yükselmiştir; R^2 yüzde 30'dan yüzde 36'ya yükselmiştir.

Önceki modele paralel olarak aktif büyüklüğü ve işlem/hacmi/şirket piyasa değeri negatif ve anlamlıdır. Önceki modelden farklı olarak aktif karlılığı değişkeni anlamlı olmaktan çıkmıştır. Öte yandan genel kurumsal yönetim endeksi çıkarılarak alt endekslerin hepsi modele konduğunda önceki modelde olduğu gibi pay sahipleri endeksi pozitif ve anlamlı çıkmaktadır. Anlamlı olmamakla birlikte kamuyu aydınlatma eksi ve yönetim kurulu ise artı katsayıdır. Alt endeksler teker teker modele konduğunda ise pay sahipleri ve yönetim kurulu pozitif ve anlamlı, kamuyu aydınlatma ise pozitif olmamakla birlikte anlamlı değildir. Tüm bu modellerde borç/aktif pozitif ve anlamlıdır.

Mali sektörün dışarıda olduğu ve borç/aktif kontrol değişkeninin bulunduğu modellere İMKB 30 ve İMKB 100 endekslerinde bulunma kukla değişkenleri konulduğunda ise tüm şirketlerin bulunduğu modelden farklı olarak bu değişkenler anlamlı olmamaktadır.

Diğer taraftan İMKB 30'da işlem gören 26 şirkete yönelik olarak da zamanın sabit olduğu panel veri analizi gerçekleştirilmiştir. Kurumsal yönetim notu bu modelde de pozitif ve anlamlı çıkmıştır. Ancak bu modelde kontrol değişkenlerinden aktif karlılığı, özkaynak karlılığı, işlem hacmi/şirket değeri, satışlardaki büyüme, aktif büyüklüğü gibi kontrol değişkenleri anlamlı çıkmamıştır. Alt kurumsal yönetim endekslerinin tümü modele konduğunda ise sadece yönetim kurulu pozitif ve anlamlı çıkmıştır. Kamuyu aydınlatma ve pay sahipleri pozitif olmakla birlikte anlamlı değildir. Alt endeksler modele teker teker atıldığında ise kamuyu aydınlatma ve yönetim kurulu pozitif ve anlamlıdır. Pay sahipleri ise pozitif olmakla birlikte anlamlı değildir.

Sadece İMKB 100'de işlem gören şirketlere yönelik olarak da yine zamanın sabit olduğu panel veri analizi gerçekleştirilmiştir. Bu modelde de Tobin's Q ile kurumsal

yönetim notu arasında pozitif bir ilişki çıkmıştır. Bu modelde aktif karlılığı pozitif ve anlamlı, işlem hacmi/piyasa değeri, özkaynak karlılığı, mali ve sınai endekse dahil olmak ise negatif ve anlamlı çıkmıştır. Genel kurumsal yönetim endeksi çıkarılıp alt kurumsal yönetim endekslerinin tümü modele konduğunda ise sadece yönetim kurulu endeksi pozitif ve anlamlı çıkmıştır. Pay sahipleri artı, kamuyu aydınlatma ise eksi olarak anlamlı değildir. Alt endeksler modele teker teker atıldığında ise, pay sahipleri ve yönetim kurulu pozitif ve anlamlı çıkmaktadır.

Öte yandan 2004-2009 dönemini ikiye böldüğümüzde dönemsel bir farklılaşma da gözlenmektedir. Daha önce yıllık regresyonlarda 2004,2005 ve 2006 yıllarında Tobin's Q ile kurumsal yönetim arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki bulunurken, 2007,2008 ve 2009 yıllarında da ilişki pozitif olmakla birlikte anlamsız bulunduğu belirtilmişti. Bu çerçevede 2004-2006 dönemine yönelik olarak en küçük kareler yöntemi uygulandığında kurumsal yönetim ile Tobin's Q ile pozitif ve anlamlı bir ilişki bulunurken, 2007-2009 döneminde ilişki yine pozitif olmakla birlikte anlamlı değildir.

Aynı çalışma kesitin sabit olduğu modelde uygulandığında, 2004-2006 arasında kurumsal yönetim ile Tobin's Q arasında pozitif fakat anlamlı olmayan bir ilişki bulunurken, 2007-2009 arasında ise negatif fakat anlamlı olmayan bir ilişki bulunmuştur.

Yine aynı çalışma zamanın sabit olduğu modelde denendiğinde kurumsal yönetim ile Tobin's Q arasında 2004-2006 arasında pozitif ve anlamlı, 2007-2009 arasında ise pozitif fakat anlamsız bir ilişki bulunmuştur.

Bu sonuçlar çerçevesinde kurumsal yönetim ile firma değeri arasındaki ilişkinin Türkiye'de kurumsal yönetimin geliştiği bir dönemde azalmaya başladığı sonucuna varılabilir. Bu değerlendirmenin önümüzdeki yıllarda yeni veriler de eklenerek test edilmesi gerekmektedir.

SONUÇ

Uluslararası kurum ve şirketlerin hazırladıkları raporlar ve Türkiye’de kurumsal yönetim üzerine yapılmış çalışmalar son dönemde Türkiye’de kurumsal yönetim alanında gelişme kaydedildiğini, bunda da SPK’nın Kurumsal Yönetim İlkeleri’ni yayınlamasının ve uluslararası finansal raporlama standartlarının kabul edilmesinin büyük rol oynadığını ortaya koymaktadır. Ancak yine aynı çalışmalar, Türkiye’de mevcut olan aile ağırlıklı grup şirket yapısının ve bunların şirket yönetimini belirlemedeki ağırlıklarının, kurumsal yönetim uygulamalarının gelişmesinin önündeki en büyük engel olduğuna dikkat çekmektedir.

Buna göre uygulamada aile egemenliğini ortadan kaldırmadığı için bağımsız yönetim kurulu atanması gibi kurumsal yönetim alanında bazı olumlu gelişmelerin bile, görüldüğünden daha etkisiz olabileceğine işaret edilmektedir. Bu çerçevede Türkiye’deki temel kurumsal yönetim sorunu, aile şirketi yapısının ağırlık taşıması nedeniyle küçük hissedarların büyük ortaklara karşı korunmasıdır. Ancak bu ailelerin politik gücü ve aynı zamanda alınabilecek sert önlemlerin yeni halka arzları caydırma potansiyeli düzenleyici kuruluşların işini zorlaştırmaktadır.

Yine de 2000’li yılların başından bu yana gerçekleştirilen reformlarla kurumsal yönetim alanında ilerleme sağlanmıştır. Bu çalışmada sağlanan bu ilerlemeye ilişkin ayrıntılar ortaya konmuştur.

Yapılan çalışmada 215 şirketin faaliyet raporları, Kurumsal Yönetim İlkeleri Uyum Raporları, internet siteleri ve buralarda yeterli bilgi edinilemezse KAP’da ilgili şirket dokümanları incelenmiştir. Bu araştırmaların sonucunda şu sonuçlara varılmıştır.

Düzenleyici kuruluşun borsa şirketlerine yönelik olarak asgari standartlar getirmesinin büyük önem taşıdığı görülmüştür, çünkü şirketlerin büyük çoğunluğu

ancak mevzuatla kendilerine yönelik olarak çeşitli yükümlülükler getirildiğinde buna uymaktadır.

Bu çerçevede, SPK'nın Kurumsal Yönetim İlkeleri Uyum Raporları zorunluluğu getirerek bu rapora yönelik asgari standartlar belirlemesi, kurumsal yönetim ve kamuyu aydınlatma anlamında çok önemli bir gelişme olmuştur. Birçok şirket asgari standartları karşılayacak ölçüde raporlar oluştururken bir kısmının ise Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne göre basitleştirilmiş ve standartlaştırılmış olan uyum raporlarına bile tam olarak cevap veremedikleri görülmüştür.

Bu çerçevede düzenleyici kuruluşun asgari standartlar getirmesinin yanı sıra bu standartların uygulanıp uygulanmadığının kontrol etmesi, uymayan şirketlerin uyacak şekilde yönlendirilmeleri gerektiği düşünülmektedir.

Genellikle büyük ve kurumsal yönetime önem veren şirketlerin düzenleyici kurum tarafından getirilen standartların da çok üstünde Kurumsal Yönetim İlkeleri Uyum raporları ürettikleri görülmüştür. Aynı durum faaliyet raporlarında ve internet sitelerinde de ortaya çıkmaktadır. Bu çerçevede, İMKB'de işlem görmekle birlikte bazı şirketler standartların çok üzerinde kalitede raporlar üretirken, diğer bir kısım şirket ise asgari standartlara bile uyum sağlamakta zorlanmışlardır.

Öte yandan yapılan çalışmada şirketlerin interneti yeterince kullanmadığını ortaya koymuştur. Birçok şirketin interneti kullanma açısından Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne uyum konusunda uzak olduğu gözlenmiştir. Genel kurul öncesi toplantı ilanlarının internetten yapılması ve faaliyet raporu, mali tablolar ve diğer bilgilerin genel kurul öncesi internette hazır tutulması gibi uygulamaları gerçekleştirmenin günümüz koşullarında neredeyse maliyetsiz olduğu göz önüne alındığında bu durumu anlamak zordur.

Çalışmanın vardığı önemli sonuçlardan biri, 2003 yılında SPK'nın Kurumsal Yönetim İlkeleri'ni yayınlamasından sonra 2004-2009 döneminde İMKB şirketlerinin kurumsal yönetim uygulamalarında kayda değer bir gelişim yaşandığıdır. Kullanılan

kriterlere göre hesaplanan endekse göre 6 yıllık dönemde yaşanan gelişme yüzde 15 düzeyinde olmuştur.

Varılan sonuçlardan biri de beklentilere uygun olarak, Ulusal Pazar'da işlem gören şirketlerin kurumsal yönetim not ortalamasının, İkinci Ulusal Pazar'da işlem gören şirketlerden, İkinci Ulusal Pazar'da işlem gören şirketlerin not ortalamasının ise Gözaltı Pazarı'nda işlem gören şirketlerden daha yüksek olduğudur. Ayrıca bu dönemde Ulusal Pazar, İkinci Ulusal Pazar ve Gözaltı Pazarı'nda işlem gören şirketler arasındaki ortalama not farkı incelemeye konu olan 6 senede daha da açılmıştır.

Ulusal Pazar'da ise kurumsal yönetim notu en yüksek olan grup İMKB 30 şirketleridir. İMKB 30 şirketlerini bu endeks dışında kalan fakat İMKB 100 endeksinde olan şirketler izlemekte, Ulusal Pazarda en sonda ise İMKB 100 dışında kalan şirketler yer almaktadır.

2004-2009 döneminde kurumsal yönetim alanında en büyük gelişmeyi yaşayan grup yüzde 18 ile İMKB 30 dışında kalan 100 endeksi şirketleri olurken, onu yüzde 16'lık yükselişle İMKB 100 dışında kalan Ulusal Pazar şirketleri izlemiştir. İMKB 30 dışında kalan 100 şirketleri bu gösterdikleri gelişim ile 2004 yılında İMKB 30 şirketleri ile aralarında olan yüzde 14,5'luk farkı yüzde 5,2'ye düşürmüşlerdir. Ancak sürpriz bir şekilde 2004-2009 döneminde kurumsal yönetim anlamında en düşük gelişme gösteren grup yüzde 9'luk gelişim gösteren İMKB 30 şirketleri olmuştur. Bunda İMKB 30 şirketlerinin 2004 yılında kurumsal yönetim uygulamalarının diğer gruplara göre zaten çok daha yüksek seviyede bulunuyor olması etkili olmuştur.

İMKB 30 şirketleri ile İMKB 30 dışında kalan 100 şirketleri arasındaki fark 2004-2009 döneminde daralmıştır. Genel kurumsal yönetim endeksine göre 2004-2009 döneminde İMKB 30 şirketleri ile 30 dışında kalan 100 şirketleri ile olan fark yüzde 64 daralırken, İMKB 30 şirketleri ile İMKB 100 dışındaki Ulusal Pazar şirketleri

arasındaki fark yüzde 28 daralmıştır. İMKB 30 dışı 100 ile İMKB 100 dışı şirketleri arasındaki fark ise yüzde 28 artmıştır.

Genel sektörlere bakıldığında mali endekste bulunan şirketlerin kurumsal yönetim notları hem sınai hem de hizmetler sektöründeki şirketlere göre ortalama yüzde 18 daha yüksektir. Sınai ve hizmetler sektörünün notları ise birbirine çok yakındır.

Alt sektörlere bakıldığında 2004 yılında banka, holding ve faktoring sektörlerinin kurumsal yönetim notları diğer sektörlerin çok daha ilerisindedir. Ancak yıllar içerisinde diğer sektörlerin notlarını daha hızlı artırmalarıyla aradaki fark daralmıştır. 2009 yılına gelindiğinde ise ortalama kurumsal yönetim notları en yüksek olan sektörler banka, sigorta, holding, ulaştırma ve taş toprak sektörleridir. 2004-2009 döneminde kurumsal yönetim notunun ortalama olarak en çok yükseldiği sektörler spor, sigorta ve ulaştırma ve taş toprak sektörleri olmuştur.

Şirket büyüklüğü ile kurumsal yönetim notu arasında bir ilişki olup olmadığına bakıldığında belirgin bir ilişki ortaya çıkmaktadır. Buna göre aktif büyüklüğü daha büyük olan şirketlerin ortalama kurumsal yönetim notları daha yüksektir.

Şirketlerin piyasa kapitalizasyonlarına göre ağırlıklandırıldığında 2004 hariç ağırlıklandırılmış ortalama kurumsal yönetim notlarının basit kurumsal yönetim ortalamalarına göre daha yüksek olduğu görülmektedir. Bu durum da büyük şirketlerin kurumsal yönetim notlarının daha yüksek olması nedeniyle doğaldır. Ancak aradaki fark yıllar itibarıyla azalmıştır.

Özkaynak karlılığı yüksek şirketlerin kurumsal yönetim notlarının daha yüksek olup olmadığına bakıldığında ise ortalama notlar arasında belirgin bir farklılık olmadığı görülmektedir.

2004-2009 döneminde İMKB şirketlerinin en yüksek gelişmeyi yüzde 24,4'lük iyileşme ile kamuyu aydınlatma alanında sağladıkları görülmektedir. Aynı dönemde pay sahipleri alanında yaşanan iyileşme yüzde 11,4'te kalırken, kurumsal yönetim

alanında en düşük gelişmenin sağlandığı alan yüzde 7'lik artışla yönetim kurulu endeksi olmuştur.

2009 yılına kadar en yüksek değere sahip olan alt endeks pay sahipleri endeksi iken, 2009 yılında yaşanan artışla kamuyu aydınlatma endeksi en yüksek alt endeks haline gelmiştir. 2004-2006 döneminde en düşük nota sahip alt endeks kamuyu aydınlatma iken yönetim kurulu alt endeksi 2006 yılından itibaren üçüncü sırada yer almış olup 2009 yılına gelindiğinde bile 50 değerinin altında yer almıştır.

İMKB temel pazarlar bazında analiz edildiğinde, Pay Sahipleri, Kamuyu Aydınlatma ve Yönetim Kurulu alanlarının tümünde en yüksek gelişme Ulusal Pazar şirketlerinde gerçekleşirken, bunu İkinci Ulusal Pazar şirketleri izlemiş en sonda ise hep Gözaltı Pazar şirketleri yer almışlardır.

İMKB 30 ve 100 şirketleri ve bunların dışında kalan şirketlere bakıldığında da 2004-2009 döneminde en yüksek gelişme yine kamuyu aydınlatma alanında yaşanmıştır. En az gelişmenin yaşandığı alan ise yönetim kurulu olmuştur.

2004-2009 döneminde pay sahipleri ve yönetim kurulu alanlarında en yüksek gelişmeyi İMKB 30 dışında kalan 100 şirketleri göstermiştir. Kamuyu aydınlatma alanında en yüksek gelişmeyi gösteren şirketler ise yüzde 30,4'lük artış ile İMKB 100 dışında kalan şirketler olmuştur. Pay sahipleri, Kamuyu Aydınlatma ve Yönetim Kurulu alanlarının hepsinde 2004-2009 döneminde en düşük performansı İMKB 30 şirketleri göstermiştir.

2004-2009 döneminde kurumsal yönetim alanında yapılan tüm iyileştirmeler içinde yüzde 13'lük payla faaliyet raporunda iyileşmenin olduğu, onu yüzde 12'lik payla bilgilendirme politikasının benimsenmesinin izlediği görülmektedir. Özel haller konusunda ek açıklanma istenmemesinin yüzde 10'luk payla kurumsal yönetim notundaki değişim üzerinde etkili olduğu görülmektedir. En büyük gelişmenin yaşandığı bu üst grubu yüzde 7'lik iyileşme ile internet sitesinin geliştirilmesi, yüzde

6'yla pay sahipleri biriminin kurulması, yüzde 5'le genel kurul tutanaklarının internet sitesine konması izlemektedir.

58 kriterden dikkat çekenlere baktığımızda ise şu sonuçlara ulaşılmaktadır. Şirketler kamuyu aydınlatmaya yönelik olarak 2004-2009 döneminde artan ölçüde pay sahipleri ile ilişkiler birimlerini kurmuşlardır. Ancak 2009 itibariyle bu yüzde 64 seviyesindedir.

Öte yandan azınlığın haklarını güçlendirici pay sahiplerinin özel denetçi atama hakkı, birikimli oy kullanma ve azınlığın yönetim kurulunda temsil edilmesi gibi uygulamaların İMKB şirketlerinde kabul görmediği tespit edilmiştir. Şirketlerin sadece yüzde 5'i önemli mal varlığı alım satımı ve kiralaması gibi kararları genel kurula getirmektedir. Şirketler çoğunlukla bu tip kararların iş hayatında hızlı hareket edilmesi gerekliliği nedeniyle yönetim kurulunda alındığına dikkat çekmişlerdir.

Genel kurullara yönelik yeterli özenin gösterilmediği görülmektedir. Genel kurul toplantılarına şirketlerin yüzde 53'ünde menfaat sahiplerine ve medyaya açık olduğu açıklanmıştır. Şirketlerin sadece yüzde 28'i genel kurul ilanlarını 3 hafta önceden gerçekleştirdiklerini açıklamışlardır. Genel kurul toplantısı öncesi faaliyet raporu ve mali tablo ve raporlarını internete koyan şirketlerin oranı 2004 yılındaki yüzde 22 oranından 2009 yılında yüzde 41'e yükselmekle birlikte yetersizdir. Genel kurul ilanlarını internette de yaptığını açıklayan şirketlerin oranı da aynı dönemde yüzde 22'den yüzde 45'e ulaşmıştır. Genel kurul toplantı tutanaklarını internette tutan şirketlerin oranı yüzde 67'dir. Bir şirketin internete bilgi koyma maliyetinin sıfıra yakın olduğu düşünüldüğünde bu oranların yüzde 100 olmaması hiçbir sebep bulunmamaktadır. Tabi kurumsal yönetim raporlarında şirketlerin yeterli açıklamada bulunmaması olasılığı nedeniyle verilerin gerçeği yansıtmama riski bulunmaktadır. Ancak bu da bir kamuyu aydınlatma açısından yetersizlik olarak ortaya çıkmaktadır.

İMKB şirketlerinde kurumsal yönetim uygulamalarını önemli ölçüde bozan bir uygulama da oy hakkında imtiyaz tanıyan değişik hisse senedi gruplarının

bulunmasıdır. İncelenen tüm şirketlerin yüzde 40'ında oy haklarında imtiyaz bulunmaktadır. Bu oran İMKB 30 dışı 100 endeksi şirketlerinde yüzde 57'ye yükselmektedir.

Ayrıca incelenen tüm şirketlerin yüzde 29'unda da kar payı imtiyazı bulunmaktadır. Şirketlerin kar payı dağıtımına özel bir önem vermedikleri anlaşılmaktadır. Kar payı politikası bulunan şirketlerin oranı 2004 yılındaki yüzde 15 oranından 2009 yılında yüzde 29'a yükselmesine rağmen bu yetersizdir. Öte yandan şirketlerin sadece yüzde 24'ünün esas sözleşmesinde kar payı avansı verilmesine imkan veren madde bulunmaktadır.

Bilgilendirme politikası bulunan şirketlerin oranı 2009 yılında yüzde 61'e yükselmesine rağmen bu konuda düzenleme yapıldığı göz önüne alındığında bunun yüzde 100'e ulaşmış olması gerekmektedir. Etik kuralları olan şirketlerin oranı ise yüzde 51'dir.

Şirketlerin internet sitelerinde ve faaliyet raporlarında 2004-2009 döneminde bir gelişim yaşadıkları görülmektedir. Şirketlerin bu dönemde internet sitelerinde pay sahiplerine yönelik bulundurmaları gereken dokümanların oranı yüzde 40'tan 62'ye çıkmakla birlikte yine de yetersizdir. Şirketlerin faaliyet raporlarında bulundurmaları gereken dokümanları oranı ise aynı dönemde yüzde 36'dan yüzde 44'e çıkmıştır.

Şirketlerin yönetim kurullarına yönelik 2004-2009 döneminde gelişme yaşandığı tespit edilmiştir. 2004 yılında şirketlerin yüzde 9'unda bağımsız yönetim kurulu üyesi bulunurken bu oran 2009 yılında yüzde 15'e çıkmıştır. Ancak bağımsız üyelerin sayısının ikinin veya yönetim kurulu sayısının üçte birinden fazla olduğu şirket sayısı çok kısıtlıdır.

Esas sözleşmede yönetim kuruluna yönelik açık maddeler bulunmadığı tespit edilmiştir. Esas sözleşmesinde yönetim kurulu üyelerinin seçimine ilişkin kriterlerin ve yönetim kurulu üyeleri ve yöneticilerin yetki ve sorumluluklarının bulunduğu şirketler yüzde 20'nin biraz üzerindedir.

Şirketlerin çoğunda yönetim kurulu başkanının aynı zamanda genel müdür olmaması ve yönetim kurulu üyelerinin yarısından fazlasının icracı üyelerden oluşmaması olumlu bir durumdur. Ancak yine de şirketlerin yüzde 59'unda genel müdür aynı zamanda yönetim kurulu üyesidir.

Şirketlerin çoğunda denetim kurulu bulunmaktadır. Ancak kurumsal yönetim komitesi bulunan şirketlerin sayısı yükselmekle birlikte hala yüzde 36'dadır.

Öte yandan oluşturulan panel veri seti kullanılarak yapılan çalışmada ise modellerin çoğunda firma değeri ile kurumsal yönetim arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki bulunmuştur. Öte yandan kurumsal yönetim ile firma değeri arasındaki ilişkinin Türkiye'de kurumsal yönetimin geliştiği bir dönemde azalmaya başladığı sonucuna varılabilir. Bu değerlendirmenin önümüzdeki yıllarda yeni veriler de eklenerek test edilmesi gerekmektedir.

Yıllık regresyonlarda 2004-2006 döneminde Tobin's Q ve kurumsal yönetim endeksi arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki bulunmuştur. Ancak izleyen üç yılda ilişki pozitif olmaya devam etmekle birlikte anlamlı değildir. Bu durum piyasa değeri/defter değeri modelinde de aynen teyit edilmiştir.

Regresyon modellerinde kontrol değişkenlerinden senedi işlem hacmi/şirket piyasa değeri ve aktif büyüklüğü ile genellikle eksi ve anlamlı bir ilişki çıkmıştır.

Panel veri setine yönelik yapılan en küçük kareler yönteminde de, Tobin's Q ile kurumsal yönetim endeksi arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki çıkmıştır. Öte yandan yapılan hausman testi sabit etki panel veri analizi yapılması gerektiği sonucunu ortaya koymuştur. İlk olarak kesitlerin sabit olduğu sabit etki analizinde Tobin's Q ile negatif ve anlamlı bir ilişki bulunmuştur. Ancak kesit sayısının çok yüksek periyod sayısının ise çok düşük olması nedeniyle zamanın sabit olduğu panel modeli uygulanmıştır. Bu yöntemde ise Tobin's Q ile kurumsal yönetim endeksi arasında pozitif ve anlamlı bir ilişki bulunmuştur.

Diğer taraftan alt endekslerle yapılan çalışmada pay sahipleri endeksinin firma değeri ile anlamlı pozitif bir ilişki ortaya çıkmaktadır. Yönetim kurulu alt endeksi de tek başına modele konduğunda pozitif ve anlamlı bir ilişki sergilemektedir.

Kontrol değişkenlerine bakıldığında ise panel modelinde aktif büyüklüğü, işlem hacmi/şirket piyasa değeri, ve aktif karlılığı ile negatif ve anlamlı, İMKB 30, İMKB 100 endeksine dahil olma, borç/aktif oranı ile pozitif ve anlamlı bir ilişki bulunmuştur.

Öte yandan sadece İMKB 30 ve sadece İMKB 100 şirketlerine yönelik yapılan modellerde de kurumsal yönetim endeksi ile Tobin's Q arasındaki pozitif ilişki değişmemiştir.

KAYNAKÇA

- Aksu, M. (2006). Improvement in transparency and disclosure in the ISE: Did IFRS adoption and corporate governance principles make a difference. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=965301 in the SSRN Electronic Paper
- Aksu, M. ve Köseadağ, M. (2006). Transparency and disclosure scores and their determinants in the Istanbul Stock Exchange. *Corporate Governance: an International Review*, 14 (4), 277-296
- Ararat, M. (2010). 'Comply or explain' without consequences; the case of Turkey. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1599831
- Ararat, M., Aksu, M. ve Çetin A.T. (2010). The impact of board diversity on boards' monitoring intensity and firm performance: evidence from Istanbul Stock Exchange. available at http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1572283
- Ararat, M. ve Dallas, G. (2011). Corporate governance in emerging markets: why it matters to investors—and what they can do about it. *Private Sector Opinion*, IFC Global Corporate Governance Forum, 2011
- Ararat, M., Orbay, H. ve Yurtoğlu, B. B. (2010). The effects of board independence in controlled firms: evidence from Turkey.

Ararat, M., Orbay, H. ve Yurtoğlu B. B. (2012a). Uluslararası Kurumsal Yatırımcıların Genel Kurullara Katılımı ve Oy Kullanma Eğilimi”, Çalışılan Makale No: CGFT-WP-2012-01, CGFT, Sabancı Üniversitesi, İstanbul.

Ararat, M., Orbay, H. ve Yurtoğlu, B. B. (2012b). An assessment of the recent legal reforms concerning “corporate governance” introduced by the Capital Market Boards of Turkey

Ararat, M. ve Uğur, M. (2003). Corporate governance in Turkey: an overview and some policy recommendations", Corporate Governance. *The International Journal of Business in Society*, 3(1), 58-75

Ararat, M. ve Uğur, M. (2005). Turkey, Corporate governance at the crossroads, in Chris Mallin (Ed.), Handbook on International Corporate Governance. Cheltenham, Northampton: Edward Elgar, Chap.11

Ararat, M. ve Uğur, M. (2006). Does macroeconomic performance affect corporate governance, evidence from Turkey. *Corporate Governance, an International Review*, 14(4), 325-39.

Ararat, M. ve Yurtoğlu, B. B. (2006a). Yönetişim ve Rekabet. *Yönetim Araştırmaları Dergisi*, 6(1-2), 5-44

Ararat, M. ve Yurtoğlu, B. B. (2006b). Corporate governance in Turkey: an introduction to the Special Issue. *Corporate Governance: An International Review*, 14(4), 201–206

- Ararat, M. ve Yurtoğlu, B. B. (2008). Different approaches to differentiating better governed companies, market segmentation in BOVESPA and CG Index in ISE. Focus Series No: 5, s. 57-77, IFC publications, Washington D.C.
- Arslan, Ö., Karan M. B. ve Ekşi C. (2010). Board structure and corporate performance”, *Managing Global Transitions: International Research Journal*, 8(1), 3-22,
- Attiya, J. Ve Iqbal, R. (2006). The relationship between corporate governance indicators and firm value: a case study of Karachi Stock Exchange. Pakistan Institute of Development Economics Working Paper 2007:14
- Bai, C., Liu, Q., Lue, J., Song, F.M. ve Zhang J. (2004) Corporate governance and market valuation in China. *Journal of Comparative Economics*, 32, 599–616.
- Balasubbramanian, N., Black, B. ve Khanna, V. (2010). The relation between firm-level corporate governance and market value: a study of India. *Emerging Markets Review*, 11, 319-340.
- Bauer, R., Guenster, N. ve Otten, R. (2004). Empirical evidence on corporate governance in Europe: the effect on stock returns, firm value and performance. *Journal of Asset Management*, 5(2), 91-104.
- Bebchuk, L., Cohen, A. ve Ferrell, A. (2009). What matters in corporate governance. *The Review of Financial Studies*, 22(2), 783-827.
- Berle, A.A. ve Means, G.C. (1932) .*The Modern Corporation and Private Property*. New Jersey- USA, Transaction Publishers

- Black, B. (2001). The corporate governance behavior and market value of Russian Firms. *Emerging Markets Review*, 2, 89-108.
- Black, B., De Carvalho, A.G., ve Gorga, E. (2009). The corporate governance of privately controlled Brazilian firm. *Revista Brasileira de Finanças*, 7, 358-428, working paper at <http://ssrn.com/abstract=1003059>.
- Black, B., De Carvalho, A.G. ve Erica, G. (2010). Corporate governance in Brazil. *Emerging Markets Review*, 11, 21-38.
- Black, B., De Carvalho, A.G. ve Erica, G. (2012). What matters and for which firms for corporate governance in emerging markets? Evidence from Brazil (and other BRIK Countries), *Journal of Corporate Finance*, 18, 934-952.
- Black, B., Jang, H. ve Kim, W. (2006a). Does corporate governance affect firms' market values? evidence from Korea. *Journal of Law, Economics and Organization*, 22, 366-413.
- Black, B., Jang, H. ve Kim, W. (2006b). Predicting firms' corporate governance choices: evidence from Korea. *Journal of Corporate Finance*, 12, 660-691.
- Black, B. ve Khanna, V. (2007). Can corporate governance reforms increase firms' market values? Event study evidence from India. *Journal of Empirical Legal Studies*, 4, 749-796.
- Black, B. ve Kim, W. (2011). The effect of board structure on firm value: a multiple identification strategies approach using Korean data. *Journal of Financial Economics*, forthcoming, working paper at <http://ssrn.com/abstract=968287>.

- Black, B., Kim, W., Jang, H. ve Park K.S. (2011). How corporate governance affects firm value: evidence on channels from Korea. working paper, at <http://ssrn.com/abstract=844744>
- Black, B., Love, I. ve Rachinsky, A. (2006). Corporate governance indices and firms' market values: time-series evidence from Russia. *Emerging Markets Review*, 7, 361-379
- Bohinc, R. (2011). One tier or two-tier corporate governance systems in some EU and non EU countries. *Megatrend Review*, 8(2), 57-76.
- Brown, L. ve Caylor, M. L. (2006). Corporate governance and firm valuation. *Journal of Accounting and Public Policy*, 25, 409-434.
- Cadbury Report, (1992). The report of the comittee on financial aspects of corporate governance. The committee on the financial aspects of corporate governance and Gee & Co. Ltd, London.
- Cheng, C.S.A., Collins, D. ve Huang, H. (2003). The effect of the S&P T&D rankings on market beta, abnormal returns and earnings response coefficients in the period surrounding the report release date. Working paper, University of Houston.
- Cheung, Y. L., Connelly, T., Limpaphayom, P. ve Zhou, L. (2007). Do investors really value corporate governance? Evidence from The Hong Kong market. *Journal Of International Financial Management and Accounting*, 18, 2.

- Chong, A. ve De Silanes, F. L. (2006). Corporate governance and firm value in Mexico. Inter-American Development Bank, Research Department Working Paper No.564.
- Claessens, S. ve Yurtoğlu, B. B. (2012). Corporate governance in emerging markets: A survey. <http://ssrn.com/abstract=1988880>
- Core, J. E., Guay, W. ve Rusticus, T. (2004). Does weak governance cause weak stock returns? An examination of firm operating performance and investors' expectations. *Journal of Finance*, 61(2), 655-687.
- Cyert, R.M. ve March, J.G. (1963). *A Behavior Theory of the Firm*. New Jersey-USA, Prentice Hall,
- Daily, C.M., Dalton, D.R. ve Canella A.A., (2003). Corporate governance: Decades of dialogue and data. *Academy of Management Review*, 28(3), 371-382.
- Donaldson, L. ve Davis, J. H. (1991). Stewardship theory or agency theory: CEO governance and shareholder returns. *Australian Journal of Management* , 16, 49-64
- Donaldson, L., ve Davis, J. H. (1993). The need for theoretical coherence and intellectual rigour in corporate governance research: reply to critics of Donaldson and Davis. *Australian Journal of Management*, 18, 213-225.
- Drobetz, W., Schillhofer, A. ve Zimmerman, H. (2004). Corporate governance and expected stock returns: evidence from Germany. *European Financial Management*, 10(2), 267-293.

- Du Plessis, J. J., McConvill, J. ve Bagaric, M. (2005). *Principles of Contemporary Corporate Governance*. Cambridge University Press.
- Fitch Ratings, (2007). *Corporate governance-The Turkish perspective*. (Special Report, July 2, 2007).
- Garay, U. ve Gonzales, M. (2008). Corporate governance and firm value: the case of Venezuela. *Corporate Governance: An International Review*, 16(3), 194-209.
- Gompers, P., Ishii, J. ve Metrick, A. (2003). Corporate governance and equity prices. *The Quarterly Journal of Economics*, 118(February), 107-155.
- Gönenç, H., (2006). Ownership concentration and corporate performance: A simultaneous equation framework for Turkish companies”, Sumru G. Altug, Alpay Filiztekin, eds., Routledge Studies in Middle Eastern Economies, 2006.
- Gutierrez, H. L. ve Pombo, C. (2007). Corporate governance and firm valuation in Colombia. Inter-American Development Bank Working Paper No. 568.
- Gupta, P., Kennedy, D. B. ve Weaver, S. W. (2005). Corporate governance scores, Tobin's Q and equity prices: Evidence from Canadian capital markets. http://accounting.uwaterloo.ca/seminars/old_papers/Duane%20Kennedy%20-%20GKW%20Governance_Paper_January_30_2006.pdf
- Haslinda, A. ve Valentine, B. (2009). Fundamental and ethics theories of corporate governance. *Middle Eastern Finance and Economics*, 4, 88-96

IFC, (2010). *Sustainable Investment in Turkey*.

IIF, (2005). *Corporate governance in Turkey-An investor perspective*. (Task Force Report, April 2005), www.iif.com/download.php?id.

IMF, (2007). *Turkey: Financial System Stability Assessment*. (IMF Country Report No.. 07/361 November 2007), www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2007/cr07361.pdf

İMKB, (2007). *İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Kuralları*.

İyişirket, (2006). *İmkb 100 Şirketleri Kurumsal Yönetim Araştırması*.

Javed, A. ve Iqbal, R. (2007). The relationship between corporate governance indicators and firm value: a case study of Karachi Stock Exchange. *Pakistan Institute of Development Economics Working Paper 2007:14*.

Jensen, M. C. ve Meckling, W. (1976). Theory of the firm: Managerial behaviour, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.

Jungmann, C. (2006). The Effectiveness of corporate governance in one-tier and two-tier board systems. *European Company and Financial Law Review*, 3(4), 426-474.

Kobirate, (2012). *İMKB-100 İMKB-30 ve İMKB-100'deki XKUR Firmalarına Yönelik Kurumsal Yönetim Araştırma Raporu*. http://www.kobirate.com.tr/Kobirate/Web/trk/pdf/imkb_100_rapor.pdf,

- Klapper, L. F. ve Love, I. (2004). Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. *Journal of Corporate Finance*, 10, 703-728.
- Kostyuk N. A., Braendle, U. C. ve Aprea, R. (2007). *Corporate Governance*. Virtus Interpress.
- Kucukcolak, A. ve Özer, L. (2007). Do corporate governance, independent boards & auditors affect market and financial performance: An application to Istanbul Stock Exchange. SSRN: <http://ssrn.com/abstract=996718> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.996718>
- Lei, A. C. H., ve Song, F. M. (2004). Corporate governance and firm valuations: evidence from Hong Kong.
<http://www.ccf.org.cn/cicf2005/paper/20050131120518.PDF>
- Lefort F., ve Walker, E. (2005). The effect of corporate governance practices on company market valuation and payout policy in Chile. Inter-American Development Bank Working Paper #R-5 I 5
- Maher, M. ve Andersson, T. (1999). Corporate governance: effects on firm performance and economic growth. Organization for Economic Co-operation and Development.
- Mallin, A. C. (2007). *Corporate Governance*. Second Edition, Oxford University Press.
- Mc Kinsey (2002). *Global Investor Opinion Survey: Key Findings*.

Nandelstadh, A. ve Rosenberg, M. (2003). Corporate Governance mechanisms and firm performance: evidence from Finland. Swedish School of Economics and Business Administration Working Papers.

OECD, (2004). *Principles of Corporate Governance:2004 Edition*. OECD, Paris.

OECD, (2006). *Corporate Governance in Turkey-A Pilot Study*. OECD, Paris.

OECD (2009). *The Corporate Governance Lessons from the Financial Crisis*.

Orbay, H. ve Yurtoğlu, B. B. (2006). The Impact of corporate governance structures on the corporate investment performance in Turkey. *The Economic Journal*, 113(491), F511-F539.

Ömurgonulsen, M. ve Ömurgonulsen, U. (2009). Critical thinking about creative accounting in the face of a recent scandal in the Turkish banking sector. *Critical Perspectives on Accounting*, 20(2009), 651-673

Patel, S. A. ve Dallas, G. (2002). Transparency and disclosure: overview of methodology and study results-United States. Standard & Poors.

Pfeffer, J. ve Salancik, G. R. (1978). *The external control of organizations: A resource dependence perspective*. New York: Harper & Row.

Pricewaterhousecoopers, (2008). *Yeni Türk Ticaret Kanunu Geleceği Hazırlayan Bir Düzenleme*.

- Rado, B. (2011). One or two-tier corporate governance systems in some EU and non EU countries. *Megatrend Review*, 8(1), 57-76
- Smith, A., *Wealth of Nations.*, edited by C. J. Bullock. Vol. X. The Harvard Classics. New York: P.F. Collier & Son,
- SPK, (2004). *Kurumsal Yönetim Uygulama Anketi Sonuçlarına İlişkin Rapor*. Kasım 2004, <http://spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pageid=68&fn=68.pdf&submenuheader=null>
- SPK, (2005). *İMKB Şirketleri Tarafından 2005 Yılında Yayınlanan Kurumsal Yönetim Uyum Raporlarına İlişkin Genel Değerlendirme*.2005, <http://spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pageid=69&fn=69.pdf&submenuheader=null>
- SPK, (2006). *Payları İMKB’de İşlem Gören ve Ulusal 100 Endeksine Dâhil Olan Şirketlerin Kurumsal Yönetim Uygulamalarına İlişkin Değerlendirme*. <http://spk.gov.tr/displayfile.aspx?action=displayfile&pageid=461&fn=461.pdf&submenuheader=null>
- Standart and Poor’s, (2008). Turkish transparency and disclosure survey 2008: A Year of Little or No Progress.
- TKYD, (2005). Türkiye Kurumsal Yönetim Haritası. http://www.tkyd.org/files/downloads/bilgi_merkezi/tkyd_yayinlari/bcgraporweb.pdf

- Topak, M. S., (2011). The effect of board size on firm performance: evidence from Turkey. *Middle Eastern Finance and Economics*,14, 119-126.
- Uğur, M. ve Melsa A., (2005). Macroeconomic instability and corporate governance quality in Turkey: Scope for Optimism?.
- Yurtoglu, B. B. (2000). Ownership, control and performance of Turkish listed firms. *Empirica*, 27,193–222.
- Yurtoglu, B. B. (2003). Corporate governance and implications for minority shareholders in Turkey. *Corporate Ownership and Control*”, 1 (1)
- Williamson, O. (1996). *The Mechanisms of Governance*. Oxford, Oxford University Press.
- Worldbank, (2006). *Turkey-Report on the observance of standards and codes (ROSC) Accounting and Auditing*. (October 2006). <http://www-wds.worldbank.org>

EK TABLOLAR

Tablo A1: Kurumsal Yönetim Şirket İlişkisi Literatüründen Seçilmiş Çalışmalara İlişkin Bilgiler

Çalışma	Kurumsal Yönetim Endeksi	Kurumsal yönetim özelliği sayısı	Alt Endeksler	Metodoloji	Kontrol Değişkenleri	Uygulanan Dönem	Şirket Sayısı	Uygulanan Ülkeler	Sonuçlar
Black (2001) The Corporate Governance Behavior and Market Value of Russian Firms	Brunswick Warburg		Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık Sermaye artırarak hisselerin sulandırılması Varlıkların şirketin alınması ve kaynak transferi Birleşme ve satın almalarla sulandırma İflas Yabancı ortaklığa yönelik sınırlamalar Yönetimin pay sahiplerine yönelik tutumu		Yok	1999	21		
Black; Jang, Kim	Yazarlar tarafından	38	Pay sahipleri(5)	Regresyon, cross	Tobin's q	2001	515	Güney Kore	Kurumsal yönetimi

(2005) Does Corporate Governance Predict Firm's Market Values Evidence from Korea	oluşturulmuş.		Yönetim Kurulu Yapısı (4) Yönetim Kurulu Prosedürleri(26) Kamuyu aydınlatma(3) Ortaklık yapısı (1)	sectional	PD/DD PD/Satışlar Borçlar Aktifler Şirket Değeri(equity) Borçlar/özkaynaklar Borclar/aktif Kote olunan yıl sayısı Satışlardaki artış Araştırma harcamaları/Satışlar Reklam/Satışlar İhracat/Satışlar Duran varlıklar/Satışlar Yatırım harcamaları/satışlar FAVÖK/Satışlar Hisse senedi devir hızı Yabancı ortaklık ADR ve MSCI kukla Büyük ortak payı Bankacılık ve holding kukla Endüstri kukla				en kötü şirket ile en iyi şirket arasında Tobin's q 0,47 fark ediyor. Bu da hisse senedi fiyatında yüzde 160'lık bir farka işaret ediyor. Ayrıca yönetim kurulunda yüzde 50'nin üzerinde bağımsız yönetim kurulu bulunan şirketlerin Tobin's q değerleri de 0,13 daha fazla. Daha iyi kurumsal yönetim uygulayan şirketlerin daha karlı olduğuna veya daha fazla temettü ödediğine yönelik bir bulgu yok.
Black, Love, Rachinsky (2006), Corporate	- Brunswick - Troika Dialog - S&P	8 5 4 3	Her bir endeks için farklıdır.	Panel Veri Analizi	Ln(borsa endeksi) Ln(aktifler)	1999-2005	99	Rusya	Kurumsal yönetim ile şirket değeri arasında istatistiki

Governance Indices and Firm's Market Values: Time Series Evidence from Russia.	- Governance - S&P - Disclosure - ICLG - RID	6 4			Hisse devir hızı Borçlar/aktifler Satışlarda büyüme Aktif karlılığı MSCI kukla Endeks kuklaları Sektör-yıl kuklaları				ve ekonomik açıdan güçlü bir ilişki bulunmuştur.
Black, Kim, Jang, Park (2011) How Corporate Governance Affects Firm Value: Evidence on Channels from Korea	Yazarlar tarafından oluşturulmuş	39	5 alt endeks: Yönetim Kurulu Yapısı, Sahiplik, Kamuyu Aydınlatma, Pay sahiplerinin hakları, yönetim kurulu prosedürleri	Panel Veri Analizi 1998-2004 Firm fixed and random effects	Kote olunan yıl sayısı Kaldıraç Satışlarda büyüme Araştırma giderleri/satışlar Reklam giderleri/satışlar İhracat/satışlar Duran varlıklar/Satışlar Yatırım harcamaları/satışlar FAVÖK/Satışla Piyasa Payı Hisse devir hızı Yabancı payı Büyük ortak payı İlişkili işlemler Temettü/aktif Temettü/satışlar Büyük firma Holding kukla	1999-2004	4259	Güney Kore	Daha yüksek kurumsal yönetim notu olan şirketlerin tobin's q değerleri daha yüksektir. Bu sonuçta yönetim kurulu yapısı alt endeksi önemli bir rol oynamakta, sahiplik oranı ve kamuyu aydınlatma alt endekslerinin rolü ise daha azdır. Pay sahipleri hakları ve yönetim kurulu prosedürlerinin ise etkisi bulunmamıştır.

					ADR kukla MSCI kukla Devlet şirketi kukla Banka kukla				
Balasubbramanian, N., Bernard Black, Vikramaditya Khanna, (2010), "The Relation Between Firm-Level Corporate Governance and Market Value: A Study of India",	Yazarlar tarafından şirketlere dağıtılan kurumsal yönetim anketine dayanılarak endeks oluşturulmuştur.	49	Yönetim kurulu bağımsızlığı (4) Yönetim kurulu komiteleri (2) Kamuyu aydınlatma (9) Denetçi bağımsızlığı (4) İlişkili taraf (6) İlişkili taraf işlemi onayı (5) Pay sahipleri hakları (5) Yönetim kurulu prosedürleri (11) Denetim komitesi prosedürleri (3)	Cross sectional	Piyasa/defter değeri Defter değeri Piyasa değeri Borç/özkaynaklar Borç/aktifler Kote olunan yıl sayısı Satışlardaki büyüme Araştırma giderleri/satışlar Reklam giderleri/satışlar İhracat/satışlar Duran varlıklar/Satışlar Yatırım harcamaları/satışlar FAVÖK/Satışlar Hisse senedi devir hızı Yabancı ortaklık Piyasa payı MSCI kukla Yabancı borsa kote holding kukla	2006	301	Hindistan	Tobin's q ile şirket değer arasında anlamlı ilişki var. Kurumsal yönetim endeksindeki bir standart sapmalık değişim şirket değerinde yüzde 17'lik yükselişe yol açmaktadır.

					Endüstri kukla				
Black, Cavalho, Gorga (2011) What Matters and for Which Firms for Corporate Governance in Emerging Markets: Evidence from Brazil	Yazarlar tarafından 2005 yılında şirketlere dağıtılan kurumsal yönetim anketine bunun dışında toplanan verilere dayanarak oluşturulmuş	41	Yönetim kurulu yapısı (7) Ortaklık yapısı (5) Yönetim kurulu prosedürleri (6) Kamuyu aydınlatma (12) İlişkili taraf işlemleri (4) Azlık pay hakları(7)	Regresyon, cross sectional	Şirket aktif değeri Kote olunan yıl sayısı Borçlar/varlıklar Favök/satışlar Aktif karlılığı Satışlardaki büyüme Duran varlıklar/Satışlar Hisse senedi devir hızı ADR Büyük ortak payı Endüstri kukla	2005	66	Brezilya	Kurumsal yönetim ve şirket değeri arasında ekonomik açıdan önemli bir ilişki bulunmuştur. Kurumsal yönetimi en kötü olan şirketten en iyi olan şirkete çıkıldığında Tobin's q değeri ikiye katlanmaktadır.

Tablo A 2: Kurumsal Yönetim Alanında Kriterler ve Yıllar İtibariyle İyileşme Yaşayan Şirket Sayısı

Kurumsal Yönetimde Sağlanan İyileşmenin Alanı	Söz Konusu Alanda Değişiklik Yapan Şirket Sayısı					
	2004	2005	2006	2007	2008	2009
PAY SAHİPLERİ						
Pay sahipleri birimi oluşturulmuş		14	7	1	16	30
Genel kurul toplantı ilan asgari 3 hafta öncesinden gerçekleştirilmeye başlanmış		7	2	8	5	4
Genel kurul toplantısı öncesinde faaliyet raporu internet sitesine konmaya başlanmış		6	4	9	6	5
Gayrimenkul alımsatımı genel kurulu kararı ile yapılmaya başlanmış		1				
Genel kurul toplantı tutanakları internet sitesine konmaya başlanmış		16	12	25	6	5
Genel kurul ilanları internetten de yapılmaya başlanmış		16	6	12	7	9

Oy haklarındaki imtiyazlar kaldırılmış		1	2		1	1
Kar dağıtım politikası benimsenmiş		12	9	8	1	1
Pay devrine ilişkin sınırlandırmalar kaldırılmış			2			1
Pay sahiplerinin soruları cevaplandırılmaya başlanmış			1			
KAMUYU AYDINLATMA						
Kamunun aydınlatılmasında yapılacak bildirimlerden sorumlu iki yöneticinin ismi belirlenmiş						1
Münhasıran kamuyu aydınlatmadan sorumlu bir personel görevlendirilmiş		2	8	8	1	2
Bilgilendirme politikası benimsenmiş		16	8	8	25	81
Etik kurallar belirlenmiş		7	8	5	4	10
Özel durum açıklamaları ek açıklama istenmemiş		31	26	25	18	13

Özel haller uyarı yaptırım yok		7	2	2		
Pay sahiplerine yönelik internet sitesi oluşturulmuş		20	8	5	4	6
İnternet sitesi ingilizce de oluşturulmuş		3	2	5	2	2
İnternet sitesinin içeriği genişletilmiş		26	22	8	13	17
Faaliyet raporunda iyileşme		28	38	29	33	22
İçeriden öğrenebilecek durumda olan kişilerin listesi açıklanmış		3	4	3	13	27
YÖNETİM KURULU						
Bağımsız yönetim kurulu üyesi getirilmiş	1	10	4	3	4	
Bağımsız yönetim kurulu üyesi sayısı ikiden veya yönetim kurulu üye sayısının üçte birinden fazla		2	3		1	
Yönetim kurulu üyelerinin ve yöneticilerin yetki ve sorumlulukları faaliyet raporuna		5	7	5	6	5

konmuş						
Şirketin genel müdür yönetim kurulu başkanı olmaktan çıkarılmış			3	2		
Yönetim kurulu üyelerinin yarısından fazlası icrada görevli olmaktan çıkmış		3	6	1	2	
Genel müdür yönetim kurulu üyesi olmaktan çıkmış		4	8	4	5	7
Misyon ve vizyon açıklanmış		4	6	5	5	2
Yönetim kurulu şirketin hedeflerine ulaşma derecesini gözden geçirmeye başlamış			1	1		
Risk yönetim ve iç kontrol mekanizması oluşturulmuş veya geliştirilmiş		9	13	8	8	3
Yönetim kurulu üyelerinin ve yöneticilerinin yetki ve sorumluluklarına esas sözleşmede yer verilmiş		2	1			
Mali tablolara ilişkin yönetim kurulu beyanı		5	2		1	1
Denetimden sorumlu bir komite kurulmuş		2	9	1		

Kurumsal yönetim komitesi kurulmuş		14	7	7	4	9
Komitelerin başkanları bağımsız yönetim kurulu üyesi olmuş		3		3	1	2
Yönetim kurulu sekreteryası oluşturulmuş		1	2		1	
Önemli kararlarda yönetim kurulu toplantılarına katılım			2	1		
Her çeyrekte yönetim kurulu toplantısı yapılmış			1			

Tablo A3: Kurumsal Yönetim Alanında Kriterler ve Yıllar İtibariyle Kötüleşme Yaşayan Şirket Sayısı

Kurumsal Yönetimde Oluşan Düşüş Alanı	Söz Konusu Alanda Değişiklik Yapan Şirket Sayısı					
	2004	2005	2006	2007	2008	2009
PAY SAHİPLERİ						
Genel kurul ilanları 3 hafta önce yapılmamış			1	1	1	
Kar dağıtım politikası yok				1		
Oy hakkında imtiyaz getirilmiş			2			
KAMUYU AYDINLATMA						
Özel durum açıklamalarına yönelik SPK ve İMKB'den ek açıklama istenmiş		23	9	9	11	14
Özel durum açıklamalarına yönelik olarak SPK ve İMKB tarafından yaptırım uygulanmış		1	2		2	2

Faaliyet raporunda kötüleşme		1	3	4	5	2
Gerçek kişi pay sahiplerine yönelik açıklama yok				1		
YÖNETİM KURULU						
Bağımsız üye çıkmış		2	1	3	1	1
Bağımsız yönetim kurulu üyesi sayısı ikiden veya yönetim kurulu üye sayısının üçte birinden fazla durumundan çıkmış					1	
Genel müdür yönetim kurulu üyesi olmuş		8	2	4	4	3