

TÜRKİYE'DE KURUMSAL YÖNETİM VE ŞİRKETLERİN FİNANSAL PERFORMANSLARI ÜZERİNE ETKİSİ

CORPORATE GOVERNANCE IN TURKEY AND EFFECTS ON COMPANIES FINANCIAL PERFORMANCE

İbrahim TIRPANCI*

ÖZ

Türkiye’de Kurumsal Yönetim kavramı 90’ların sonundan itibaren telafuz edilmeye başlanmış olup gerçek anlamda uygulamaları ise Sermaye Piyasası Kurulu tarafından ilk defa 2003 yılında halka açık şirketler için yayınlanan ilkelere olarak görülmüştür. Bununla birlikte Kurumsal Yönetim’in Dünya’daki tarihi çok daha eski olup 1800’lü yıllara kadar uzanmaktadır. Literatüre göre şirketlerin yönetildiği ve kontrol edildiği sistem (Cadbury, 1992, s. 14) anlamına gelen Kurumsal Yönetim’in Türkiye’deki uygulamaları ve şirket performansları üzerindeki etkileri, Dünya’daki uygulamalar da referans verilerek bu çalışmada üç başlık halinde incelenmiştir. İlk başlık Dünya’daki Kurumsal Yönetim’e yönelik getirilen ilkeler ve genel anlayış olup ikinci başlıkta da söz konusu ilkelerin Türkiye’ye yansımaları ve güncel uygulamalar ele alınmıştır. Son bölümde de Kurumsal Yönetim İlkelerine uyum sağlayan Türkiye’deki şirketlerin performansları analiz edilmiştir.

Anahtar Sözcükler: Türkiye’de Kurumsal Yönetim, Kurumsal Yönetim İlkeleri, Sarbanes-Oxley, Aile Şirketleri

ABSTRACT

Corporate Governance concept has been started to be pronounced in Turkey since late 1990s but the real life applications were first seen at Capital Market Board regulations in 2003 which were only applicable for public companies. On the other hand, history of Corporate Governance goes back to 1800s in the world. Governance is defined as a system by which companies are directed and controlled (Cadbury, 1992, s. 14). In this article, applications of Corporate Governance in Turkish companies and effects in their performances are analysed in three sections by referencing the applications at other countries in the world. Corporate Governance applications in the world is the first section

* SMMM, ACCA

and its reflections to Turkey and current applications are covered under second section. At final section; performance of companies who are compliant with Corporate Governance Principles are analysed.

Key Words: Corporate Governance in Turkey, Corporate Governance Principles, Sarbanes-Oxley, Family Companies

1. GİRİŞ

Bilgi toplumu olma yolunda ilerleyen Dünya’da Kurumsal Yönetim İlkeleri giderek önem kazanmakta ve bu yönde Dünya çapında ve yerel yönetimler nezdinde yeni düzenlemeler yapılmaktadır. Her ne kadar Kurumsal Yönetim’in önemi Dünya çapında biliniyor olsa da 2001 Enron skandalı ve 2002 WorldCom skandalına kadar söz konusu ilkelerin uygulaması önem kazanmamıştı. Türkiye; OECD üyesi olması nedeniyle, 2003 yılında kendi muktesabatını sınırlı bir çerçevede söz konusu kurallar ile uyumlu hale getirmiştir. Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından bu doğrultuda söz konusu ilkelere uyum sağlayan düzenlemeler yapılmış olup, payları Borsa İstanbul pazarlarında (Yakın İzleme Pazarı ve C ve D isteleri hariç) işlem gören ve Kurumsal Yönetim ilkelerine uyum notu 10 üzerinden en az 7, her bir ana başlık itibarıyla 10 üzerinden en az 6,5 olan şirketlerin fiyat ve getiri performansının ölçülmesine yönelik BİST Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY) oluşturulmuştur (Borsa İstanbul, 2018). Çalışmada söz konusu endeks vasıtasıyla Kurumsal Yönetim İlkelerine uyum sağlayan şirketlerin performansları tümdengelim yöntemiyle analiz edilecektir.

2. DÜNYA’DA KURUMSAL YÖNETİM

Dünya’da Kurumsal Yönetim’e ihtiyaç, anonim şirketlerin kurulmalarıyla ortaya çıkmıştır. Tarihteki ilk anonim sermaye şirketi olarak kabul edilen “Banco di San Giorgio” 1408 yılında İtalya’da kurulmuştur (Schmitthoff, 1939, s. 74-76). Söz konusu şirket İtalya’daki koloni savaşları sonucunda yıkılan ve iflas eden Ceneviz Cumhuriyeti’nin borçlarının ödenebilmesi amacıyla kurulmuştur (Boland, 2009). Şirketleşmenin devamı İngiltere’de görülmekte olup 1553 yılında kurulan “The Russian Company” İngiltere’deki ilk anonim şirket olarak kabul edilmektedir. Şirket, adından da anlaşılacağı üzere İngiltere ve Rusya arasında ticaret yapmak amacıyla kurulmuştur (Schmitthoff, 1939, s. 74-76).

Anonim sermaye şirketlerinin ortaya çıkışı ve hissedarlardan farklı kişilerin şirketlerin profesyonel yöneticileri olmaları durumu; yatırımcıların risklerini azaltmasına rağmen yönetsel riskleri arttırmış olup asil vekil çatışmasına sebebiyet vermiştir.

Asil vekil problemi olarak da adlandırılan bu durum sonucunda; şirket sahipleri ve yöneticilerinin kendi çıkarlarının maksimizasyonunu hedeflemeleri, çıkar çatışmasına sebebiyet vermiş olup Kurumsal Yönetim ilkelerine gerek duyulmasına yol açmıştır (BPP, 2012, s. 14).

Adam Smith 1776 yılında yazmış olduğu *Ulusların Zenginliği* adlı kitabında durumu “Profesyonel yöneticilerin, şirket sahipleri kadar ihtiyatlı ve istekli olarak şirket varlıklarını yönetmeleri beklenemez. Dolayısıyla savurganlık ve ihmalkarlık her daim baskın çıkacaktır.” şeklinde ifade ederek asil vekil problemini özetlemiştir (Smith, 1776, s. 1283).

Parlemanto onayı olmadan şirketlerin kurulabilmesine ilişkin ilk düzenleme 1811 yılında ABD’de yapılmış olup üreticilerin şirket kurmalarının kolaylaştırılması hedeflenmiştir (Seavoy, 1972, s. 85-95). Kapsamlı olarak yapılan ilk düzenleme ise 1856 yılında İngiltere’de meclisten geçen Anonim Şirketler Kanunu’dur. Bu kanunla birlikte sınırlı sorumluluğa sahip (Limited Şirket) şirketlerin kurulmasının önü açılmış olup modern şirketler hukukunun temeli oluşturulmuştur. Şirketlerin kurulma usulleri, kar dağıtımı, hisse devri, yıllık bağımsız denetim zorunluluğu gibi konular yasalaştırılmıştır (Wordsworth, 1859, s. xvii-xxix).

Modern ekonomi teorisi, asil vekil probleminin çözümünü şirketler hukukunda aramış olup; yönetim kurullarının hissedar haklarına daha duyarlı olması, ana uğraşı alanlarından birisi olmuştur. Kritik konulardan birisi de yönetimin hangi oranda yöneticilerin insiyatifine bırakılacağı ve yönetimin hangi oranda kanun, düzenlemeler ve nihai yükümlülük sahipliği çerçevesinde gerçekleştirileceği olmuştur (Hopt, 2000, s. 4).

Kurumsal Yönetim’in şirketler hukukuna üç katkısından bahsedilebilir. İlk olarak Kurumsal Yönetim bütüncül bir bakış açısı getirmektedir. Hem şirket içindeki kontrollerin hemde şirket dışındaki yasal düzenlemelerin şirkete etkilerinin olduğu ortaya koyulmaktadır. İkinci olarak; yargı erkinin, şirketler hukukuna farklı bir açıdan bakmasını sağlamıştır ve şirket yöneticilerinin sorumlulukları sorgulanır hale gelmiştir. Son olarak Kurumsal Yönetim ve ülkelerin bu yöndeki yasal düzenlemelerinin, bu uygulamaların zayıf olduğu ülkelere göre onlara üstünlük sağladığını kamuoyunca daha anlaşılır hale gelmesine yardımcı olmuştur (Hopt, 2000, s. 7).

Bu bağlamda kurumsal yönetimde kural bazlı ve prensip bazlı olmak üzere iki yaklaşımdan söz edebiliriz. ABD’de Enron ve World Com skandallarından sonra 2002 yılında Halka Açık Şirketler Muhasebe Reformu ve Yatırımcıyı Koruma Yasası veya diğer adıyla Sarbanes-Oxley yasası hayata geçmiştir. Söz konusu kanun “kural bazlı” olup otorite tarafından tam uyum beklenmektedir. Uyumsuzluk halinde yasal cezai yaptırımlar söz konusudur (PwC, 2018). İkinci yaklaşım ise “prensip bazlı” olup, OECD’nin ilk olarak 1999 yılında yayınladığı ilkeler ve İngiltere’de 1992 yılında yayınlanan “Cadbury Report” örnek olarak verilebilir. Söz konusu düzenlemeler varolan en iyi uygulamaları yansıtmakta olup daha sonraki yıllarda güncellenmişlerdir. Prensip bazlı kodlar; Avrupa’da ve İngiltere’de ağırlıklı olarak kullanılmakta olup kurallara uyum konusunda sağladığı esneklik, “uygula yada uygulayamıyorsan açıkla” ilkesi ve muhtemel maliyet düşüklüğü sebebiyle tercih edilmektedir (BPP, 2012, s. 51).

Günümüzde şirketlerin hisselerinin sahipliği ile bağlantılı olarak dünyada iki tip Kurumsal Yönetim modeli mevcuttur : i) İlişki temelli sistemler (Aile Şirketleri) ii) Anglo-Saxon sistemler

İlişki temelli sistemler (Aile Şirketleri) genellikle Avrupa ve Asya ülkelerinde görülmektedir. Söz konusu sistemlerde kontrol az sayıdaki ortağa ait olup bu sistemde söz konusu ortakların yönetime direkt müdahalesinden ötürü Asil-Vekil problemi gerçek anlamda yaşanmamaktadır. Hissedarlar yönetimde bilfiil olmasalar bile yönetimi etkilemek ve yönlendirmek diğer Kurumsal Yönetim sistemine göre daha kolaydır. Uzun dönemli karar almak ve yine uzun dönemli şirket sermayesine ulaşmak daha kolay olabilmektedir.

Söz konusu avantajların yanısıra dezavantajlar da mevcuttur. Azınlık paya sahip ortakların bilgiye ulaşımı ve kardan pay almaları kısıtlanmıştır. Aile şirketlerinde, genellikle, ihtiyaç duyulana kadar resmi bir yönetim yapılandırması (Ör: Aile Anayasası) geliştirilmemekte ve dolayısıyla aile içi çatışmalar şirketin performansını ve profesyonel ilişkileri olumsuz yönde etkilemektedir. Yapılan araştırmalar göstermektedir ki bu tip şirketlerde şeffaf olmayan finansal işlemler ve şirket kaynaklarının hatalı kullanımı daha yaygındır. Aile şirketlerinde yönetimin miras yoluyla devri de önemli bir problemdir. Etkin bir şirket kurucusu yönetimi yetersiz veya dinamik olmayan bir aile üyesine bırakabilir (BPP, 2012, s. 55).

Literature göre bu tip dezavantajların giderilebilmesi ve büyümenin başarılı bir şekilde yönetilebilmesi için; sorumlulukların belirlendiği ve kararları

kimin alacağına belli olduğu resmi yönetim kurullarının oluşturulması gereklidir. Bu sayede şirket aile ilişkilerinin hüküm sürdüğü bir organizasyon olmaktan çıkıp iş ilişkilerinin hakim olduğu bir organizasyon yapısı haline gelecektir. Büyümenin başarılı bir şekilde sağlanması için de şirketin ; i) En iyi kişileri işe alabilmesi ve şirkette kalmasını sağlaması ii) Güven ve şeffaflığın hakim olduğu bir şirket kültürü tesis etmesi iii) Rasyonel ve efektif bir organizasyon şemasına sahip olması gereklidir (Cadbury, 2000, s. 32-34).

Dünyadaki ikinci tip Kurumsal Yönetim modeli ise Anglo-Saxon sistemlerdir. Genellikle ABD ve Birleşik Krallık'ta görülen bu sistemler; ortak sayısının fazla olduğu ve yönetici-hissedar ayrımının net olarak yapılabildiği sistemlerdir. Yönetici-hissedar ayrımının yapılabilmesi hissedar haklarının korunmasını sağlayıcı düzenlemeler yapılabilmesine olanak sağlamıştır. Hissedarların oy hakkı olup bu yolla şirket yönetimine katılabilmektedirler. Bununla birlikte Asil-Vekil problemi ve yarattığı maliyet önemli bir dezavantajdır. Bu tip şirketlerdeki büyük hissedarların kısa dönemli öncelikleri olması ve beklentilerine aykırı bir durum oluşması halinde yöneticilere strateji değişimi için baskı yapmak yerine hisselerini satmaları ikinci bir dezavantaj olarak gösterilebilir (BPP, 2012, s. 56).

İlişki temelli (Aile Şirketleri) modelden Anglo-Saxon Kurumsal Yönetim modeline geçiş için belli koşulların oluşması gereklidir. Bunlar ; i) Ülke içi yerli ürün piyasasındaki rekabetin artması ii) Ülke içi tasarrufların yatırımların finansmanı için yeterli olmaması iii) İşgücünün piyasadaki etkinliği. Dolayısıyla ülke içi sosyo-ekonomik koşullar bu değişimi sağlamaktadır denebilir. Yapılan araştırmalara göre son yıllarda Avrupa'daki Kurumsal Yönetim modelinin Anglo-Saxon Kurumsal Yönetim modeline doğru kaymaya başladığı gözlemlenmiştir (Barker, 2006, s. 7-9).

3. TÜRKİYE'DE KURUMSAL YÖNETİM

Türkiye'de ilk anonim şirket 1851 yılında kurulan Şirket'i Hayriyye olup İstanbul Boğaz'ında yolcu taşımacılığı amacıyla kurulmuştur (Tutel, 2018). Anonim şirketler hukukunu düzenleyen ilk kanun ise 1850 yılında kabul edilen "Kanunname-i Ticaret"'tir. Söz konusu kanun aslen 1807 tarihli Fransız Ticaret Kanunu'nun çevirisi olup zamanının ihtiyaçlarına cevap veremediğinden bir çok defa güncellenmiştir. Cumhuriyet döneminin ve şu anki Ticaret Kanunumuzun ilki ise 1926 yılında kabul edilmiştir (Çobanoğlu, 2008, s. 20).

Türk Ticaret Kanunu'nun (TTK) ikinci güncellemesi 1957 yılında yürürlüğe girmiştir. Bu Kanun, zamanın en iyi Kanunlarından olmakla ve günümüze

kadar Türk ticari hayatını düzenleyen temel Kanunlardan biri olmakla beraber, gelişen teknoloji ve değişen ticari koşullar nedeniyle günümüz ihtiyaçlarına yeterince cevap verememeye başlamıştır. İlaveten Avrupa Birliği süreci içerisinde uyum ihtiyacının da gündeme gelmesiyle, yeni bir Kanun hazırlanması zarureti ortaya çıkmıştır (Dr. A. Bumin Doğrusöz, 2011, s. Önsöz).

TTK nihai olarak 2012 yılında güncellenerek yürürlüğe girmiş olup genel anlamda işletmelere daha çok şeffaflık, Kurumsal Yönetim İlkelerini özümseme ve tabana yayma, küçük yatırımcıların haklarının daha iyi korunması, işletmelerin rekabet güçlerini artırıcı iyi uygulamaların ve işletmelerin kredibilitesini artırmaya yönelik düzenlemelerin getirildiği söylenebilir (Elitaş, 2012, s. 411).

Güncel TTK kapsamında belli kriterleri karşılayan sermaye şirketleri için bağımsız denetim yaptırma ve Türkiye Muhasebe Standartlarına uyum zorunluluğu getirilmiştir (T.C. Yasalar, 2011). Yeni TTK'nın tasarımı aşamasında denetçiler anonim şirketin organı olmaktan çıkarılmış ve her ölçekteki şirketlerin denetimi, bağımsız denetim kuruluşlarına veya küçük anonim şirketlerde en az iki serbest mali müşavire veya yeminli mali müşavire bırakılmış (Dr. A. Bumin Doğrusöz, 2011, s. 54) olsa da tasarımı yasalastıktan sonra bu zorunluluk belli kriterleri karşılayan şirketler özelinde uygulanır olmuştur. Söz konusu kriterler her yıl Maliye Bakanlığı tarafından açıklanmaktadır. 2018 yılı için 1 ve 2 Sayılı listeler haricindeki şirketler için Tablo 1'deki genel kriterler belirlenmiş olup Türkiye'deki KOBİ sınıflamalarına bakıldığında Orta Ölçekli KOBİ sınıflamasına tabi şirketlerin bir kısmını ve daha büyük ölçekteki şirketleri kapsayacak şekilde olduğu görülebilir (Maliye Bakanlığı, 2018).

Tablo 1 - Bağımsız Denetime Tabi Olma Kriterleri

	2018	2017	2016	2015
Çalışan Sayısı	175 kişi	200 kişi	200 kişi	200 kişi
Aktif Büyüklüğü	35 Milyon TL	40 Milyon TL	40 Milyon TL	50 Milyon TL
Ciro	70 Milyon TL	80 Milyon TL	80 Milyon TL	100 Milyon TL

Not: Bu şartlardan en az ikisini art arda iki hesap döneminde aşan şirketler bağımsız denetime tabi olacaktır.

Kamu Gözetim Kurumu tarafından 2017 yılı itibariyle 6.062 şirketin Bağımsız Denetim Sözleşmesi imzaladığını açıklanmıştır (Kamu Gözetim Kurumu, 2018). Bu rakam, TUIK'in açıkladığı 2016 yılı Küçük ve Orta Büyüklükteki Girişim İstatistikleri'ne göre Türkiye'de kayıtlı 2 milyon 677 bin işletmenin %0.2'lik kısmına tekabül etmektedir (TUIK, 2016). Birleşik Krallık ve Avrupa Birliğinde ise ilgili muafiyet minimum Küçük Ölçekli KOBİ sınıflamasına tabi şirketlerin bir kısmını da kapsayacak şekilde düzenlenmiştir (Federation of European Accountants, 2016, s. 1). Birleşik Krallık'ta yapılan bir araştırmaya göre tüm işletmelerin %90'ı denetimden muaf durumdadır, diğer bir ifade ile tüm işletmelerin %10'u denetlenmektedir (ICF International, 2017, s. 5). Ülkemizde ise Avrupa ve Birleşik Krallık ile karşılaştırıldığında bağımsız olarak denetlenen şirket sayısı oldukça düşük kalmaktadır. Buna aile şirketi yapısının toplam içindeki ağırlığının fazla olması ve bu şirketlerin sermayelerinin belli boyutları aşamaması sebep olarak gösterilebilir.

Yeni TTK'nın denetim gibi radikal bir değişiklik öngördüğü bir diğer ikinci kurum, finansal raporlamadır. Madde 88 ve Geçici 1. madde gereği tüm işletmelerin finansal raporlamalarında IFRS (International Financial Reporting Standards) ile uyumlu Türkiye Muhasebe Standartlarını uygulamaları öngörülmüştür. Fakat tasarı yasalastıktan sonra 1 Ocak 2018 tarihine kadar Kamu Yararını İlgilendiren Kuruluşlar haricinde uygulanamamış olup 1 Ocak 2018 tarihine kadar mali tabloların mükelleflerin vergi karşısındaki durumunu göstermesi için hazırlanmış olan Muhasebe Sistemi Genel Uygulama Tebliğlerini (MSUGT) baz alan finansal raporlama çerçevesi kullanılmıştır. Söz konusu standart (MSUGT) daha çok mükelleflerin vergi karşısındaki durumunun ortaya koyulması amacını taşımasından dolayı bu durumun finansal tabloları gerçeğe uygun, ihtiyaca uygun ve karşılaştırılabilir bilgi sağlama amacından uzaklaştırdığı görülmüştür. Bu sebepten ötürü Kamu Gözetimi Kurumu tarafından mali tabloların belirtilen niteliklerinin kısmen arttırılabilmesi amacıyla 29/12/2014 tarihli ve 41 sayılı Kurul Kararıyla "TMS'leri Uygulamayan Şirketlerin Finansal Tablolarının Hazırlanmasında Uygulanacak İlave Hususlar" yayımlanmıştır. 1 Ocak 2018 tarihi itibariyle Bağımsız Denetim genel kriterlerini karşılayan şirketler için BOBİ FRS uygulanması öngörülmüştür. Büyük ve Orta Boy İşletmeler Finansal Raporlama Standardı (BOBİ FRS), bağımsız denetime tabi olup Türkiye Finansal Raporlama Standartları'nı (TFRS) uygulamayan işletmelerde MSUGT ve İlave Hususlar'ın yerini alacaktır. Diğer bir ifadeyle, bağımsız denetime tabi olup TFRS uygulamayan şirketlerin TTK

uyarınca genel kurullarına sunulacak finansal tablolarının hazırlanmasında esas alınacak finansal raporlama çerçevesi BOBİ FRS olacaktır. BOBİ FRS, uluslararası muhasebe ve finansal raporlama uygulamalarıyla ve AB düzenlemeleriyle uyumlu olarak düzenlenmiştir (KGK, 2018).

Yeni TTK ile düzenlenen üçüncü bir husus ise riskin erken saptanması komitesidir. 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 (T.C. Yasalar, 2011). Kanunun gerekçesinde de belirtildiği üzere; Türkiye’de bir çok şirket, faizlerdeki sık dalgalanmalar, devlet bonoları ve tahvilleriyle yapılan işlemler, yatırımların kredilerle finanse edilip, özvarlık/yabancı para rasyosuna dikkat edilmemesi, döviz üzerine spekülasyon yapılması ve özellikle dövizde açık pozisyon ve benzeri sebeplerle doğrudan ve ciddi risk altındadır. Sanayileşmiş ve istikrarlı ülkelerde pek rastlanılmayan bu tür riskler Türk işletmeleri yönünden, darboğaza girme ve hatta iflâs tehlikesini kolaylıkla beraberinde getirebilmektedir (Dr. A. Bumin Doğrusöz, 2011, s. 54). Söz konusu komitenin kurulumu bağımsız denetim kritikerlerini karşılayan şirketler için zorunlu olup diğer anonim şirketlerde ise ihtiyari durumdadır. Dünya’da risklerin yönetimi ve erken teşhisi konusunda benzer ve ileri seviyede bir uygulamaya Amerika’dan örnek verilebilir. Amerika’da kabul edilmiş olan Sarbanes-Oxley yasası bölüm 404’e göre halka açık şirketlerin tüm yıllık mali tablolarında şirket üst yönetiminin yeterli bir iç kontrol sistemi kurduğuna ve kontrol sisteminin etkin olduğuna ilişkin bir İç Kontrol Raporu yayınlamaları gerekir. Ayrıca söz konusu raporun bağımsız dış denetçiler tarafından denetlenmesi gerekmektedir. İlgili maddeye uyum; şirketler için oldukça maliyetli olsa da sağladığı sürekli denetim ile tüm şirket geneline yayılmış bir iç kontrol sisteminin varlığını zorunlu ve mümkün kılmıştır (Deloitte, 2004).

Son güncellenen TTK, Kurumsal Yönetim anlamında Sermaye Piyasası Kurulu (SPK) tarafından ilk olarak 2003 yılında yayınlanan Kurumsal Yönetim ilkeleri ile benzerlik göstermektedir. SPK tarafından Kurumsal Yönetim ilkelerinin hazırlanmasında birçok ülkenin düzenlemeleri incelenmiş, başta OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri olmak üzere dünyada benimsenmiş ve tavsiye edilen genel esaslar “uygula, uygulamıyorsan açıkla” prensibi ile hayata geçirilmiştir. Söz konusu ilkeler o zamanın düzenlemelerinin ilerisinde

prensiplere dayanmakta olup, o zamanki mevzuattaki ve uygulamadaki Kurumsal Yönetim konusunda oluşan eksikliği gidermek ve boşluğu doldurmak amacıyla yönelik hazırlanmıştır (Sermaye Piyasası Kurulu, 2003, s. 4). SPK Kurumsal Yönetim ilkeleri 2014 yılında nihai olarak revize edilmiş olup, bir çok ihtiyari madde halka açık anonim şirketler için zorunlu hale getirilmiştir. Son güncelleme ile temel olarak yönetim kurulu yapısına ilişkin konular, ilişkili taraflarla gerçekleştirilecek işlemler ve ortaklık lehine teminat verilmesine ilişkin konular yeniden düzenlenmiştir.

4. KURUMSAL YÖNETİME SAHİP ŞİRKETLERİN FİNANSAL PERFORMANLARI

Borsa İstanbul'a kayıtlı şirketler için oluşturulan Kurumsal Yönetim Endeksi, 2005 yılından itibaren izlenmeye başlanmış olup bugüne kadar dahil olan şirketler ile birlikte giderek kapsamı genişlemiştir. Kurumsal Yönetim Endeksine Kurumsal Yönetim ilkelerine uyum notu 10 üzerinden en az 7, her bir ana başlık itibarıyla 10 üzerinden en az 6,5 olan şirketler dahil edilmektedir.

SPK tarafından yetkilendirilen derecelendirme kuruluşları yayınladıkları uyum notlarında SPK'nın Ocak 2014 tarihinde yayınladığı "Kurumsal Yönetim İlkeleri"ni baz alır. Kurumsal Yönetim Endeksi hesaplamasında ise alttaki kriterler ve ağırlıklarına göre bir not verilmektedir:

Tablo 2 - Kurumsal Yönetim Uyum Notunu Belirleyen Faktörler ve Ağırlıkları

SPK Kurumsal Yönetim İlkesi	Ağırlık
Pay Sahipleri	25%
Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık	25%
Menfaat Sahipleri	15%
Yönetim Kurulu	35%

Kurumsal Yönetim Derecelendirme şirketleri, yukarıda sayılan ilkeler kapsamında özet olarak alttaki konulara uyumu incelemelerinde gözlemlemektedirler (Sermaye Piyasası Kurulu, 2014):

Pay Sahipleri: Genel kurula etkin olarak katılma, oy kullanmanın zorlaştırılmaması ve imtiyazlı oy olmaması, azınlık haklarının azami ölçüde kullan-

dırılması, ortaklığın belirli ve tutarlı bir kar dağıtım politikasının olması ve payların serbestçe devri ile pay sahiplerinin haklarının kullanımının kolaylaştırılması.

Kamuyu Aydınlatma ve Şeffaflık: Şirketlerin belirli içeriğe sahip kurumsal internet sitelerinin olması, şirketin faaliyetlerini tam ve doğru bir şekilde yansıtan yıllık faaliyet raporunun hazırlanması.

Menfaat Sahipleri: Şirketin hedeflerine ulaşmasında veya faaliyetlerinde ilgisi olan çalışanlar, alacaklılar, müşteriler, tedarikçiler, sendikalar, çeşitli sivil toplum kuruluşları gibi kişi, kurum veya çıkar grupları arasında çıkar çatışması olması durumunda şirket hakların korunması açısından dengeli bir politika izlenmesi. Ayrıca menfaat sahiplerinin şirket yönetimine katılımının desteklenmesi, etkin bir insan kaynakları politikasının olması, müşteri ve tedarikçiler ile memnuniyet esaslı ilişkilerin kurulması ve şirketin etik kurallara uyumu.

Yönetim Kurulu: Yönetim kurulunun uygulamalarında; şirketin risk, büyüme ve getiri dengesini en uygun düzeyde tutarak akılcı ve tedbirli risk yönetimi anlayışıyla şirketin öncelikle uzun vadeli çıkarlarını gözeterek şirketi idare ve temsil etmesi. İcra başkanı ve genel müdürün farklı kişiler olması, iç kontrol ve denetim sistemleri hakkında bilgilendirmede bulunması, yönetim kurulunda ve komitelerde yeter sayıda bağımsız üyelerin olması, uzmanlık ve detay çalışma gerektiren alanlarda ilgili komitelerin kurulmuş olması.

Yukarıda bahsedilen kriterlere uyumda 10 üzerinden en az 7 alan şirketlerin hisse getiri değerlerinden oluşan Kurumsal Yönetim Endeksi (XKURY) 01/10/2015-01/10/2018 tarih aralığında net %17 değer kazanmış durumdadır. Buna mukabil olarak BIST 100 (XU100) endeksi ise aynı tarih aralığında net %16 değer kazanmıştır. Dolayısıyla XKURY endeksinin değerini XU100 endeksine göre son 3 yıl içinde net %1 oranında daha fazla arttırdığını söylebiliriz.

Son 3 yılın analize baz alınmasının sebebi, 2014 yılında SPK Kurumsal Yönetim kanununun son halini almış olmasıdır. Ayrıca 2014 yılından sonra endekse 12 firma daha katılarak işlem hacmi oldukça artmış olup endeksteki toplam halka açık şirket sayısı 64 olmuştur (TKYD, 2018).

İşlem hacmi verilerine detaylı baktığımızda; örneklem dönemine ilişkin Kurumsal Yönetim endeksi (XKURY) endeksinin aylık ortalama işlem hacminin 7.5 Milyar TL olduğu ve BIST 100 (XU100) endeksinin aylık ortalama işlem hacminin ise 14.6 Milyar TL olduğu görülmektedir. Dolayısıyla iki en-

dekste belli bir büyüklükte olup, hacim farklılığından ötürü karşılaştırmada oluşabilecek olağandışı sapmalar bulunmamaktadır.

Tablo 3'den görüleceği üzere XKURY endeksinin değer artışı 2011 yılından sonra XU100 endeksinin değer artışından sürekli olarak daha fazla olmuştur.

Tablo 3 - BIST 100 ve Kurumsal Yönetim Endeksi Son 3 Yıllık Getiri Oranlarının Karşılaştırılması

Published on Investing.com, 24/Nov/2018 - 6:10:44 GMT, Powered by TradingView.

BIST 100, Türkiye, İstanbul:XU100, M



Kaynak : (Investing.com, 2018)

Elde ettiğimiz verileri değerlendirdiğimizde, Kurumsal Yönetim ilkelerine uyum sağlamış şirketlerin fiyat ve getiri performanslarının söz konusu ilkelere uyum sağlamamış yada derecelendirilmemiş şirketlerin fiyat ve getiri performanslarına oranla daha yüksek olduğunu görmekteyiz.

5. SONUÇ

Kurumsal Yönetim; şirketlerin yönetildiği ve kontrol edildiği sistemdir. Dünya’da Kurumsal Yönetim ile ilgili sorunlar Adam Smith’in Ulusların Zenginliği kitabında bahsettiği üzere 1700’lü yılların ikinci yarısında ortaya çıkmıştır. 1800’lü yıllarda modern şirketler hukukunun temelleri atılmış olup 1859 yılında İngiltere’de kabul edilen Anonim Şirketler Kanunu ile Kurumsal Yönetim anlamında ilk adımlar atılmıştır. Bu kanun kapsamında; şirket hesaplarının denetimi için yıllık bağımsız denetçilerin görevlendirilmesi ve şirket direktörlerinin görev ve sorumlulukları ayrıntılı olarak belirlenmiştir. Dünya’da 1990’larda ve sonraki yıllarda yaşanan şirket skandallarından ve büyük çaplı iflaslardan sonra şirketlerin Kurumsal Yönetim’lerini daha sağlamlaştıracak ve güvenceyi arttıracak önlemler almak amacıyla farklı Kurumsal Yönetim İlkeleri hayata geçirilmiştir. Bugün geldiğimiz noktada ise bir çok risk bertaraf edilmiş olup; gelişmiş ülkeler özelinde baktığımızda da genel kabul görmüş Kurumsal Yönetim uygulamalarından bahsedebiliriz.

Ülkemizde ise Kurumsal Yönetim anlamında şirketlerin yönetimini ve kontrolünü düzenleyen ilk kanun 1957 yılında kabul edilen Ticaret Kanunu’dur. Fakat bu kanun gerekli ölçüde denetim, şeffaflık ve hesap verebilirliği sağlamadığı için Kurumsal Yönetim’e katkısı sınırlı olmuştur. 2012 yılında yürürlüğe giren Ticaret Kanunu ise bir çok anlamda daha ileride olup Sermaye Piyasası Kurulu’nun yayınladığı Kurumsal Yönetim İlkeleri’nde yer alan esasları da içermektedir. Bununla birlikte yıllık bağımsız denetim, uluslararası finansal raporlama standartlarına uyum gibi esaslar Orta Ölçekli İşletmelerin bir kısmı ve Büyük Ölçekli İşletmeler için geçerli olup genele yayılmamış durumdadır. Ayrıca uluslararası finansal raporlama standartlarına tam uyum Bobi FRS ile hayata geçmiş olup 1 Ocak 2018 tarihi itibarı ile uygulanıyor olacaktır. Dolayısıyla; Borsa İstanbul’da işlem görüp Kurumsal Yönetim İlkelerini uygulayan şirketler haricinde Kurumsal Yönetim uygulamalarının yeterli ölçüde yaygınlaşmadığını söyleyebiliriz. Bu noktada yine makalede belirtildiği üzere ülkemizdeki şirketlerin yapısı da önemli rol oynamaktadır. Genele bakıldığında “Aile Şirketi” modeli ülkemizde yaygın olup daha büyük şirket yapılarına geçiş için ülke içi sosyo-ekonomik koşulların değişiminin gerekli olduğu söylenebilir.

Borsa İstanbul’da işlem gören şirketler ise Kurumsal Yönetim anlamında en ileri seviyede olan şirketler olup SPK’nın yayınlamış olduğu Kurumsal Yönetim İlkeleri’ne tabidirler. Söz konusu ilkeler OECD’nin yayınlamış ol-

duğu Kurumsal Yönetim İlkeleri ile paralellik göstermektedir. Makalede söz konusu ilkelere uyum sağlamış ve Kurumsal Yönetim Endeksine dahil olmuş şirketlerin finansal performansları analiz edilmiştir. Yapılan analizde 2014 yılından sonraki kesite ağırlık verilmiştir. Bunun temelde iki sebebi vardır: i) 2014 yılında nihai Kurumsal Yönetim Tebliği'nin yayınlanması ii) Kurumsal Yönetim endeksine dahil olan şirketlerin sayısının artması ve endeks hacminin anlamlı bir oranda artmasıdır. Yapılan analizde Kurumsal Yönetim Endeksine dahil olan şirketlerin Borsa İstanbul genelinde işlem gören diğer şirketlere göre daha iyi bir performans gösterdiği tespit edilmiş olup Kurumsal Yönetim İlkelerine uyumun şirket performanslarını olumlu yönde etkilediği görülmüştür.

KAYNAKÇA

Barker, R. M. (2006). *Insiders, Outsiders, and Change in European Corporate Governance. European Studies Conference* Chicago: University of Oxford.

Boland, V. (2009, Nisan 17). *The world's first modern, public bank*. (Erişim Tarihi: 30.09.2018) Financial Times: <https://www.ft.com/content/6851f286-288d-11de-8dbf-00144feabdc0>

Kurumsal Yönetim Endeksi. (Erişim Tarihi: 30.09.2018) Borsa İstanbul:

Kurumsal Yönetim Endeksi. (Erişim Tarihi: 30.09.2018) <http://www.borsaistanbul.com/endeksler/bist-pay-endeksleri/kurumsal-yonetim-endeksi> adresinden alındı

BPP. (2012). *Governance, Risk and Ethics*. London: BPP Learning Media Ltd.

Cadbury, A. (1992). *The Financial Aspects of Corporate Governance*. London: Gee.

Cadbury, A. (2000). *Family Firms and their Governance Creating Tomorrow's Company from Today's..* London: Egon Zhender International. (Erişim Tarihi: 14.11.2018) <http://www.ecseonline.com/PDF/Cadbury%20-%20Family%20Firms%20and%20their%20Governance.pdf>

Çobanoğlu, M. (2008). Türkiye Büyük Millet Meclisi . *Genel Kurul Tutanağı*. Ankara: Türkiye Büyük Millet Meclisi .

Deloitte. (2004). *Sarbanes-Oxley Section 404: 10 Threats to Compliance*. New York: Deloitte Development LLC. (Erişim Tarihi: 25.11.2018) <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/us/Documents/audit/us-aers-assurten-threats-sep2004.pdf> adresinden alındı

Kurumsal Yönetim Endeksi. Kurumsal Yönetim Endeksi: (Erişim Tarihi: 25.11.2018) <http://www.denetimnet.net/PrintPage.aspx?pgID=6998> adresinden alındı

Doğrusöz, A. Bumin (2011). *Gerekçe, Karşılaştırmalı Maddeler, Komisyon Raporları, Önergeler Ve Karşılaştırmalı Tabloları İle Türk Ticaret Kanunu*. Ankara: Türkiye Odalar ve Borsalar Birliği.

Elitaş, Y. L. (2012). Eski Ve Yeni Türk Ticaret Kanunlarında Anonim Ve Limited Şirketlerin Durumu. *Süleyman Demirel Üniversitesi İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi Dergisi*, 401-413.

Federation of European Accountants. (2016). Audit exemption thresholds in Europe. Brussel: Federation of European Accountants. (Erişim tarihi: 17.10.2018) https://www.accountancyeurope.eu/wp-content/uploads/1605_Audit_exemption_thresholds_update.pdf

Hopt, P. K. (2000). *Modern Company Law Problems: A European Perspective. Company Law Reform in OECD Countries* Stockholm: OECD.

ICF International. (2017, January). *The impact of exempting small companies from statutory audit*. London, UK: UK Department for Business, Energy and Industrial. (Erişim tarihi: 16.10.2018) Publishing Services: https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/583972/audit-exemption-small-companies-impact.pdf

Endeksler. (Erişim tarihi: 24.11.2018) Endeksler: <https://tr.investing.com/indices/ise-100-chart>

Bağımsız Denetim Sözleşmesi Yapan Şirket Sayısı. (Erişim tarihi: 13.10.2018) Bağımsız Denetim Sözleşmesi Yapan Şirket Sayısı: <http://kgk.gov.tr/DynamicContentDetail/6725/Bag%CC%86%C4%B1ms%-C4%B1z-Denetim-So%CC%88zles%CC%A7mesi-Yapan-S%CC%A7irket-Say%C4%B1s%C4%B1>

Büyük ve Orta Boy İşletmeler İçin Finansal Raporlama Standardı (BOBİ FRS). (Erişim tarihi: 21.10.2018) <http://www.kgk.gov.tr/>

Maliye Bakanlığı. (2018). *Bağımsız Denetime Tabi Şirketlerin Belirlenmesine Dair Karar BKK 2018/11597*. Ankara: Resmi Gazete (26.03.2018).

Sarbanes-Oxley. (Erişim tarihi: 06.10.2018) Denetim: <https://www.pwc.com.tr/tr/hizmetlerimiz/denetim/sarbanes-oxley.html>

Schmitthoff, M. (1939). *The Origin of the Joint-Stock Company*. The University of Toronto Law Journal, 74-96.

Seavoy, R. (1972). *Laws to Encourage Manufacturing: New York Policy*

and the 1811 General Incorporation Statute. *The Business History Review*, 85-95.

Kurumsal Yönetim İlkeleri. (2003). İstanbul: Sermaye Piyasası Kurumu.

Sermaye Piyasası Kurulu. (2014). *Kurumsal Yönetim Tebliği*. Ankara: Resmi Gazete.

Smith, A. (1776). *An Inquiry Into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*. London: T. Nelson.

T.C. Yasalar. (2011). *6102 Sayılı Türk Ticaret Kanunu (14.02.2011)*. Ankara: Resmi Gazete (27846).

Kurumsal Yönetim Endeksi - Tüm Firmalar. (Erişim tarihi: 24.11.2018) Sermaye Piyasası Çalışma Grubu Ve Bist Kurumsal Yönetim Endeksi: <http://www.tkyd.org/tr/kyd-kurumsal-yonetim-komisyonlar-calisma-gruplari-sermaye-piyasasi-calisma-grubu-ve-bist-kurumsal-yonetim-endeksi-kurumsal-yonetim-endeksi-tum-firmalar.html>

TUIK. (2016, Kasım 25). *Küçük ve Orta Büyüklükteki Girişim İstatistikleri, 2016*. (Erişim tarihi: 15.11.2018) tarihinde <http://www.tuik.gov.tr/PreHaberBultenleri.do?id=21540> alındı

Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği. (2018). *Kurumsal Yönetim Nedir?* (Erişim tarihi: 28.10.2018) <http://www.tkyd.org/files/downloads/hakkimizda/TKYD%20Kurumsal%20Yonetim%20Nedir%202017.pdf>

Tutel, E. (2018). *Şirket-i Hayriye'nin Kuruluşu-II*. (Erişim tarihi: 07.10.2018) İstanbul Rehberi: <https://www.istanbul.net.tr/istanbul-rehberi/yazilar/sirket-i-hayriye-nin-kurulusu-ii/113/1>

Wordsworth, C. (1859). *The New Joint Stock Company Law. xvii-xxix*. London: Shaw and Sons, Law Publishers, Fetter Lane.