



**SERMAYE PİYASASI KURULU  
ORTAKLIKLAR FİNANSMANI DAİRESİ**

**KURUMSAL YÖNETİM UYUM DERECELENDİRMESİ**

**YETERLİK ETÜDÜ**

**Ayça SANDIKCIOĞLU  
Uzman Yardımcısı**

**Kasım 2005**

**ANKARA**

## YÖNETİCİ ÖZETİ

Son yıllarda yaşanan şirket skandalları, şirketlerin yönetim kalitesinin sorgulanmaya başlanmasına neden olmuş ve kurumsal yönetim kavramını öne çıkarmıştır. Kurumsal yönetim kavramı ile aslında anlatılmak istenen, şirketlerde iyi yönetim olgusunun yerleştirilmesi; başka bir deyişle, şirket yöneticisinin doğru kararlar alabilmesi, demokratik katılım kanallarının açık olması, şirket yöneticilerinin aldığı kararlardan hissedarlar başta olmak üzere çıkarları etkilenebilecek herkesin şirket yönetimini denetleyebilmesi, şirketin keyfilikten uzak, hukuk ve kurallara bağlı, şeffaf bir biçimde yönetilmesidir.

Uluslararası alanda kurumsal yönetim kavramının şirketler ve yatırımcılar tarafından benimsenmesi, tarafları, şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarını standart, karşılaştırılabilir ve kolay anlaşılabilir şekilde tespit etmek için bir yol aramaya sevk etmiş, böylece kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi faaliyeti gündeme gelmiştir. Kurumsal yönetim uyum derecelendirmesini yönetim kalitesini sorgulayan ve ortakların haklarını gözetken bir bakış açısına sahip derecelendirme faaliyeti olarak nitelendirmek mümkündür.

Uluslararası piyasalardaki gelişmeleri yakından takip eden ve Türkiye ekonomisinde öncü bir rol oynayan Sermaye Piyasası Kurulu (SPK), Temmuz 2003'de Kurumsal Yönetim İlkeleri'ni yayınlamış, Aralık 2003'de ise kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi faaliyeti ile bu faaliyette bulunacak kuruluşlara ilişkin esasları belirlemek amacıyla Seri:VIII No:40 Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği (Derecelendirme Tebliği)'ni yürürlüğe koymuştur. Ayrıca şirketlerin Kurumsal Yönetim İlkelerini uygulamalarını teşvik etmek amacıyla, Kurumsal Yönetim İlkelerinde yer alan prensipleri uygulayan şirketlere yönelik olarak İMKB bünyesinde Kurumsal Yönetim Endeksi oluşturulmuş, endekse dahil olmak için Derecelendirme Tebliği çerçevesinde derecelendirme yaptırma ve kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirme notunun en az 6 olması zorunluluğu getirilmiş, endekse dahil olacak şirketlere kotta kalma ve kayıta kalma ücretlerinde %50 indirim sağlanmıştır.

Öte yandan Bankacılık Kanunu (BK)'nda yapılan değişiklikle kurumsal yönetim ve kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi kavramları sermaye piyasası mevzuatı dışında bankacılık mevzuatında da yer almıştır. Ayrıca Türk Ticaret Kanunu tasarısında da kurumsal yönetime ilişkin birçok hükmün bulunduğu görülmektedir. BK'da yer alan hüküm doğrultusunda bankalar için geçerli olacak kurumsal yönetim ilkelerinin Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu (BDDK) tarafından belirlenmesi, Türkiye'de kurumsal yönetim anlayışının yaygınlaşması için olumlu bir gelişme olmakla birlikte, halka açık bankalar açısından yaşanabilecek sorunların önlenmesini teminen, konuya ilişkin olarak SPK tarafından BDDK'ya verilecek görüşte, SPK tarafından belirlenen Kurumsal Yönetim İlkeleri ile BDDK'nın belirleyeceği ilkeler arasında farklılık bulunması halinde, söz konusu farklılıkların kamuya açıklanması gerektiği hususuna yer verilmesi uygun olacaktır.

Gerek sermaye piyasası mevzuatında gerekse diğer mevzuatlarda yapılan/yapılacak olan değişiklikler kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi faaliyetinin Türkiye'de gelişmesi için önemli adımlar olarak sayılabilir. Ancak tüm bu gelişmelere rağmen, kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi faaliyeti henüz Türkiye'de yaygınlaşmamış, Derecelendirme Tebliği yürürlüğe girdikten sonra

İMKB’de işlem gören hiçbir şirket kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi yaptırdığına ilişkin bilgiyi kamuya açıklamamış, İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi ise endekse dahil edilebilecek yeterli sayıda şirketin bulunmaması nedeniyle henüz hesaplanmaya başlanamamıştır.

Türkiye’de kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi faaliyetinin yaygınlaşmamasının temel nedenlerinin kurumsal yönetim kavramının yeni olması ve menfaat sahipleri tarafından öneminin yeterince anlaşılmaması olduğu düşünülmektedir. Türkiye’de yönetim kurulu yapısı, eşit ortaklık hakları ve şeffaflık konusunda atılması gereken önemli adımlar bulunmaktadır. Türk şirketlerinin aile şirketi olması kurumsal yönetim ilkelerinin birçoğuna uyumu zorlaştırmaktadır. Ancak sorun sadece şirketlerin kurumsal yönetim ilkeleri ile bağdaşmayan yapısından kaynaklanmamakta, piyasanın özellikle de küçük yatırımcının kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi yaptırılması yönünde bir talebi bulunmamaktadır. Yatırımcıların kurumsal yönetim konusundaki ilgisizliği, büyük kurumsal yatırımcıların Türkiye’de az olması ve yabancı yatırımların seviyesinin düşük olması şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarını hayata geçirmek ve kurumsal yönetim uyum derecelendirme raporu hazırlamak için isteksiz davranmasına sebep olmaktadır. Bu durumda Türkiye’de kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi faaliyetinin yaygınlaşması için esas olarak yapılması gereken, derecelendirmenin dayanağı olan kurumsal yönetim kavramının hak ettiği öneme kavuşturulmasıdır. Bu tek başına SPKı veya diğer bir düzenleyici otorite tarafından gerçekleştirilebilecek bir olgu değildir. Yatırımcıların, hatta tüm menfaat sahiplerinin bu konuda bilinçlendirilmesi gerekmekte olup, bu uzun zaman alacak bir süreçtir. Bu kapsamda piyasanın bilinçlendirilmesi için SPKı’nun, yapılacak yatırımcıyı bilgilendirme seminerlerinde kurumsal yönetim ve kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi konusuna yer vermesi, bu konuya ilişkin toplantı ve seminerler düzenlenmesi, basın açıklamaları ve sair yollarla kurumsal yönetim konusunu kamuoyunda daha sık gündeme getirmesi gerekmektedir.

Öte yandan şirketler tarafından kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi yaptırılmasının özendirilmesi için, işlemin yüksek maliyetleri ve mevcut %50 oranındaki indirimin maliyetlere kıyasla çok düşük bir tutara karşılık geldiği dikkate alınarak, hisse senetleri İMKB’de işlem gören şirketlerden Kurumsal Yönetim Endeksine girmek için gereken şartları taşıyanlara indirim oranının %50’nin üzerine çıkarılması gibi ilave kolaylıklar getirilmesi faydalı olacaktır.

Son olarak, çalışmada kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi ile ilgili olarak uluslararası alanda tartışılan, kurumsal yönetim uyum dereceleri ile şirket ve hisse senedi performansları arasındaki ilişki, derecelendirme kuruluşlarının bağımsızlığı, kurumsal yönetimin davranışsal yapısının yarattığı nicelik olarak ölçüm zorluğu, derecelendirme metodolojilerinin yapıları konularına yer verilmiş olup; bu kapsamda, derecelendirme kuruluşlarının bağımsızlıklarının sağlanmasını teminen Derecelendirme Tebliği’ne gerekli hükümlerin konulduğu, niceliksel ölçüm zorluğuna ilişkin olarak ise Kurumsal Yönetim İlkelerinin oldukça detaylı olarak açıklandığı ve somut davranışsal örnek ve açıklamalarla desteklendiği sonuçlarına ulaşılmıştır. Derecelendirme metodolojilerinin yapısına ilişkin olarak ise kurumsal yönetim uyum raporlarında sektöre ve ülkeye özgü uygulamalar hakkında açıklamaya yer verilmesi, derecelendirme kuruluşlarının derecelendirdikleri şirketler için ilgili dereceyi vermelerinde öne çıkan olumlu ve olumsuz kritik etkenleri açıklamalarının sağlanması uygun olacaktır.

## İÇİNDEKİLER

YÖNETİCİ ÖZETİ .....	i
İÇİNDEKİLER.....	iii
KISALTMALAR CETVELİ.....	iv
1. GİRİŞ.....	1
2. KURUMSAL YÖNETİM İLKELERİ.....	3
2.1. Kurumsal Yönetim ve SPK'r Tarafından Yayınlanan Kurumsal Yönetim İlkeleri .....	3
2.2. Sermaye Piyasası Mevzuatı Dışında Türk Mevzuatında Yer Alan Kurumsal Yönetime İlişkin Hükümler.....	5
2.3. Türkiye'de Kurumsal Yönetim İlkelerinin Uygulanma Durumu.....	7
3. KURUMSAL YÖNETİM UYUM DERECELENDİRMESİ.....	9
3.1. Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Derecelendirilmesi Faaliyetinin Gerekeçleri ve Kurumsal Yönetim Uyum Derecelerinin Kullanımı.....	9
3.2. Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirmesi Faaliyetinde Bulunan Kuruluşlar .....	10
3.3. Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirme Metodolojileri.....	11
3.4. Uluslararası Alanda Kabul Görmüş Derecelendirme Metodolojileri.....	13
3.4.1. Standard & Poor's Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirme Metodu	14
3.4.2. <i>Deminor Ratings Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirme Metodu</i> ...	14
3.4.3. <i>Institutional Shareholder Services Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirme Metodu</i> .....	15
3.4.4. <i>Governance Metrics International Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirme Metodu</i> .....	16
3.4.5. <i>CRISIL Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirme Metodu</i> .....	17
3.5. Türkiye'de Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirmesine İlişkin Yasal Mevzuat.....	18
3.6. İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi.....	22
4. KURUMSAL YÖNETİM UYUM DERECELENDİRMESİ İLE İLGİLİ TARTIŞMALAR .....	25
4.1. Şirketlerin Kurumsal Yönetim Uyum Dereceleri ile Şirket ve Hisse Senedi Performansları Arasındaki İlişki .....	25
4.2. Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirmesi Faaliyetinde Bulunacak Firmaların Bağımsızlığı .....	27
4.3. Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Seviyesinin Nicelik Olarak Ölçülmesinde Yaşanan Sıkıntılar .....	31
4.4. Tek Bir Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirme Sisteminin Tüm Şirketler İçin Geçerliliği .....	33
4.5. Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirmesi Faaliyetinde Bulunan Kuruluşlar Tarafından Esas Alınan Kriterlerin ve Metodolojilerin Farklılıkları .....	35
5. GENEL DEĞERLENDİRME VE SONUÇ .....	37
KAYNAKÇA.....	42
TABLO 1 .....	I
TABLO 2 .....	II

## KISALTMALAR CETVELİ

ABD	Amerika Birleşik Devletleri
BDDKm	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurumu
BDDKr	Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu
BK	Bankacılık Kanunu
Derecelendirme Tebliği	Seri:VIII No:40 Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği
İMKB	İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
OECD	Organization for Economic Cooperation and Development (Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü)
SPKr	Sermaye Piyasası Kurulu
SPKn	Sermaye Piyasası Kanunu
TTK	Türk Ticaret Kanunu

# 1. GİRİŞ

Uluslararası piyasalarda yaşanan Enron, Parmalat gibi şirket skandalları, şirketlerin yönetim kalitesinin sorgulanmaya başlanmasına neden olmuş ve kurumsal yönetim kavramını öne çıkarmıştır. Kurumsal yönetim kavramı ile aslında anlatılmak istenen, şirketlerde iyi yönetim olgusunun yerleştirilmesidir. Başka bir deyişle, şirket yöneticisinin doğru kararlar alabilmesi, demokratik katılım kanallarının açık olması, şirket yöneticilerinin aldığı kararlardan hissedarlar başta olmak üzere çıkarları etkilenebilecek herkesin şirket yönetimini denetleyebilmesi, şirketin keyfilikten uzak, hukuk ve kurallara bağlı, şeffaf bir biçimde yönetilmesidir<sup>1</sup>.

Uluslararası piyasalardaki gelişmelere paralel olarak SPK, 2003 yılının Temmuz ayında “Kurumsal Yönetim İlkeleri”ni açıklamıştır. Söz konusu ilkeler halka açık anonim şirketler için hazırlanmış olup, ilkelerde yer alan prensiplerin kamuda veya özel sektörde faaliyet gösteren diğer anonim şirketler ve kuruluşlar tarafından da uygulama alanı bulması mümkündür.

Kurumsal yönetim ilkelerinin gerek uluslararası piyasalarda gerekse ülkemizde öneminin giderek artması sonucunda, ilkelerin uygulanma durumunu belirleyecek kuruluşlara ve farklı şirketlerin kurumsal yönetim uygulamaları arasında karşılaştırma yapılmasını sağlayacak standart ölçütlere ihtiyaç duyulmuş, bu da “kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi” kavramını beraberinde getirmiştir. Kurumsal yönetim uyum derecelendirmesini, geleneksel kredi derecelendirmesinden farklı olarak şirketlerin mali durumlarını değil yönetim kalitelerini sorgulayan ve ortakların haklarını gözetten bir bakış açısına sahip derecelendirme faaliyeti olarak nitelendirmek mümkündür.

SPK tarafından yayımlanan Derecelendirme Tebliği, kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi faaliyeti ile bu faaliyette bulunacak kuruluşlara ilişkin esasları belirlemek amacıyla 04.12.2003 tarihinde yürürlüğe girmiştir. Söz konusu Tebliğ’in 7’nci maddesi uyarınca derecelendirme faaliyeti, Türkiye’de kurulan ve derecelendirme faaliyetinde bulunmak üzere Kurulca yetkilendirilen derecelendirme kuruluşları ile Türkiye’de derecelendirme faaliyetinde bulunması Kurulca kabul edilen uluslararası derecelendirme kuruluşları tarafından yapılır. Ancak henüz Türkiye’de kurulu hiçbir

---

<sup>1</sup> Gücüm, F.Ş., 2004 “Farklı Boyutlarıyla Kurumsal Yönetim: Denetim, Risk Yönetimi, Finansal Derecelendirme ve Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Derecelendirmesi Semineri’nde Yapılan Konuşma

şirket SPKı'ndan kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi konusunda yetki almamış, sadece 2 uluslararası derecelendirme kuruluşu (Core Ratings ve ISS Europe S.A.) Türkiye'de kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi faaliyetinde bulunmak üzere yetkilendirilmiştir. Hisse senetleri İMKB'de işlem gören şirketlerden henüz sadece biri kurumsal yönetim uyum derecesini kamuya açıklamıştır. Akademik platformlarda veya yatırım danışmanlık şirketleri tarafından konu hakkında çalışmalar yapıldığı bilinmektedir. Bu verilerden de anlaşılacağı üzere, kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi ülkemiz için çok yeni bir kavramdır.

Kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi konulu bu çalışma beş ana bölümden oluşmaktadır. İlk bölümde konuya giriş yapılacak, ikinci bölümde ise kurumsal yönetim ilkeleri açıklanacak, Türkiye'de ilkelerin yer aldığı mevzuat ve ilkelerin uygulanma durumundan bahsedilecektir. Üçüncü bölümde kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi faaliyeti açıklanacak, uluslararası alanda kabul görmüş derecelendirme metodolojilerinden ve ilgili mevzuattan söz edilecektir. Dördüncü bölümde ise derecelendirme kuruluşlarının bağımsızlığı, kurumsal yönetim kavramının nicelik olarak ölçülmesinin zorluğu gibi kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi faaliyetiyle ilgili tartışmalardan söz edilecektir. Son bölümde ise genel değerlendirmelere ve Türkiye'de kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi faaliyetinin geliştirilmesi için önerilere yer verilecektir.

## 2. KURUMSAL YÖNETİM İLKELERİ

### 2.1. Kurumsal Yönetim ve SPK Tarafından Yayınlanan Kurumsal Yönetim İlkeleri

Şirketlerin yönetim kalitesinin finansal durumlarının yanında yeni bir kriter olarak öne çıkması ve yönetim kalitesinin öneminin gitgide artması sonucunda iyi yönetim kavramının içeriği sorgulanmaya başlamıştır.

Kurumsal yönetim kavramının tartışmaya açtığı belli başlı konular şunlardır;

- Yönetim kurulu üyelerinin kendi içinde icracı-icracı olmayan ve bağımsız-bağımsız olmayan şeklinde gruplara ayrılması,
- Yönetim kuruluna bağlı denetim komitesi gibi komitelerin kurulması ve bu komitelerin çalışma esasları,
- Ortakların haklarının özellikle de azınlık konumundaki ortakların haklarının geliştirilmesi, yapısal değişikliklerde ve önemli kararlarda etkinliklerinin artırılması,
- Yönetim kurulu üyelerinin ücret ve diğer malî haklarının belirli bir politikaya bağlanması,
- Mali tabloların uluslararası standartlara göre hazırlanması, uzman, bağımsız ve tarafsız denetçilerce uluslararası standartlara göre denetlenmesi,
- Şirketler hakkında kamunun detaylı olarak aydınlatılması, şeffaflığın artması,
- Şirketlerin tüm menfaat sahipleri için değer yaratmaya çalışması.

İyi kurumsal yönetim kavramının içinin doldurulmasına yönelik çalışmalar sonucunda iyi yönetim kuralları veya kodları adı altında standartlar ortaya çıkmıştır. Birçok ülke ve kuruluş tarafından kendi kurumsal yönetim kodları yayınlanmış olup, çok sayıda uluslararası örgüt de kendi kurumsal yönetim ilkelerini yayınlamıştır. Uluslararası düzeyde kabul gören ve en yaygın olarak kullanılan kurumsal yönetim ilkelerinden biri ise OECD tarafından 1999 yılında yayınlanan ve son olarak 2004 yılında revize edilen kurumsal yönetim ilkeleridir.

Ülkemizde ise SPK tarafından 2003 yılının Temmuz ayında yayınlanan Kurumsal Yönetim İlkelerinin hazırlanmasında birçok ülkenin düzenlemeleri incelenmiş, başta OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri olmak üzere, dünyada benimsenmiş ve tavsiye edilen genel esaslar ile Türkiye'nin kendine özgü koşulları dikkate alınmıştır.



İlkeler esas olarak halka açık şirketler için hazırlanmış olup, “uygula, uygulamıyorsan açıkla” prensibine dayalıdır. Buna göre halka açık şirketler tarafından kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanması zorunlu olmayıp, şirketler sadece ilkeler karşısındaki durumlarını, yani ilkelerin uygulanıp uygulanmadığına ilişkin bilgi ile uygulanmaması durumunda bunun gerekçesini, kamuya açıklamakla yükümlüdürler<sup>2</sup>.

İlkeler; pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri ve yönetim kurulu olmak üzere dört ana bölümden oluşmaktadır.

İlk bölümde, pay sahiplerinin hakları ve eşit işleme tabi olmaları konusundaki prensipler yer almaktadır. Bu bölümde, pay sahiplerinin bilgi alma ve inceleme hakkına, genel kurula katılım ve oy verme hakkına, kar payı alma hakkına ve azınlık haklarına yer verilmekte; ayrıca pay sahipliğine ilişkin kayıtların sağlıklı olarak tutulması ve payların serbestçe devri ve satışı konuları ile pay sahiplerine eşit işlem ilkesi ele alınmaktadır.

İkinci bölümde, kamunun aydınlatılması ve şeffaflık kavramları ile ilgili prensipler yer almaktadır. Bu çerçevede, şirketlerin pay sahiplerine yönelik olarak bilgilendirme politikası oluşturmaları ve bu kurallar bütününe sadık kalarak kamuyu aydınlatmalarına yönelik prensipler belirlenmiş, ayrıca, periyodik mali tablo ve raporlarda yer alacak bilgiler bir standarda bağlanmıştır.

Üçüncü bölüm, menfaat sahipleri ile ilgilidir. Menfaat sahibi, işletmenin hedeflerine ulaşmasında ve faaliyetlerinde herhangi bir ilgisi olan kimse, kurum veya çıkar grubu olarak tanımlanmıştır. Şirketle ilgili menfaat sahipleri, pay sahipleri ile birlikte çalışanları, alacaklıları, müşterileri, tedarikçileri, sendikaları, çeşitli sivil toplum kuruluşlarını, devleti ve hatta şirkete yatırım yapmayı düşünebilecek potansiyel tasarruf sahiplerini de içerir. Bu bölümde şirket ile menfaat sahipleri arasındaki ilişkinin düzenlenmesine yönelik ilkeler yer almaktadır.

---

<sup>2</sup> Konuya ilişkin olarak, hisse senetleri İMKB’de işlem gören şirketlerin kurumsal yönetim ilkeleri karşısındaki durumlarının görülmesini ve kamuoyunun bilgilendirilmesini teminen, SPK’r’nun 10.12.2004 tarih ve 1588 sayılı toplantısında, hisse senetleri İMKB’de işlem gören şirketlerin 2005 yılında yayınlanacak 2004 yılına ilişkin faaliyet raporlarından başlamak üzere faaliyet raporlarında ve varsa internet sitelerinde, şirketin kurumsal yönetim ilkelerine uyumu konusundaki beyanları ile ilkeler karşısındaki durumlarının görülebilmesi için, asgari unsurları SPK’r tarafından belirlenen Kurumsal Yönetim Uyum Raporu’na yer vermeleri zorunlu kılınmıştır. Ancak 2004 yılı faaliyet raporları incelendiğinde yaklaşık 40 şirketin faaliyet raporunda kurumsal yönetim uyum raporunun yer almadığı, kalanlarda ise eksiklikler olduğu görülmüştür.

Dördüncü bölümde ise yönetim kurulunun fonksiyonu, görev ve sorumlulukları, faaliyetleri, oluşumu ile yönetim kuruluna sağlanan mali haklar ve yönetim kurulunun faaliyetlerinde yardımcı olmak üzere kurulacak komitelere ve yöneticilere ilişkin prensipler bulunmaktadır.

## **2.2. Sermaye Piyasası Mevzuatı Dışında Türk Mevzuatında Yer Alan Kurumsal Yönetime İlişkin Hükümler**

Sermaye piyasası mevzuatı dışında Türkiye’de kurumsal yönetim kavramının yer bulduğu diğer bir mevzuat bankacılık mevzuatıdır. 5411 sayılı BK’da<sup>3</sup> kurumsal yönetim konusu ayrı bir kısım olarak incelenmiştir. Kurumsal yönetime ilişkin yapı ve süreçler ile bunlara ilişkin ilkelerin, SPK’r ile kuruluş birliklerinin de görüşü alınarak BDDK’r tarafından belirleneceğinin<sup>4</sup> ifade edildiği BK’daki kurumsal yönetime ilişkin kısım 4 bölümden oluşmaktadır. Bunlar yönetim, iç sistemler, yetkili kuruluşlar ve finansal raporlamadır. BK’da bankaların kurumsal yönetim ilkelerine uyum seviyesinin gözetim, tahlil ve ölçümünün BDDK’r tarafından yapılacağına ilişkin hüküm de yer almaktadır. BK’nın yeni yürürlüğe girmiş olması nedeniyle bankalar için geçerli olacak kurumsal yönetim ilkeleri henüz BDDK’r tarafından belirlenmemiştir.

BK’da yer alan hüküm doğrultusunda BDDK’r tarafından bankalar için kurumsal yönetim ilkelerinin belirlenmesinin, Türkiye’de kurumsal yönetim anlayışının yaygınlaşması açısından olumlu bir gelişme olduğu düşünülmekle birlikte, bu durumun halka açık bankalar açısından sorun yaratabileceği düşünülmektedir. SPK’nun 50/a maddesinde kendi menkul kıymetlerini halka arz eden bankalar ile sermaye piyasası faaliyetinde bulunan bankaların, bunlarla sınırlı olarak SPK’nun hükümlerine tabi olduğu; bankaların kuruluş, denetim, gözetim, mali tablo ve rapor standartları konularında kendi özel kanunlarındaki hükümlere tabi oldukları ifade edilmektedir. Bu durumda halka açık bankalar SPK’r değil BDDK’r tarafından belirlenen kurumsal yönetim ilkelerini esas alacaklar, derecelendirme şirketleri de bankaların BDDK’r tarafından belirlenen kurumsal

---

<sup>3</sup> 01.11.2005 tarih ve 25983 Mükerrer sayılı Resmi Gazete’de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir.

<sup>4</sup> BDDK’r tarafından SPK’nun yayınladığı Kurumsal Yönetim İlkeleri’nden farklı ilkeler belirlenmesi durumunda Türkiye’de iki farklı kurumsal yönetim ilkesi aynı anda yürürlükte olacaktır. Konuya ilişkin olarak şirketler hukuku konusunda uzman kişiler tarafından AB için hazırlanan bir raporda üye ülkelerde sadece tek bir kurumsal yönetim ilke grubunun olması gerektiği ifade edilmekte, bunun üye ülkeler arasındaki koordinasyonun sağlanmasına yardımcı olacağı belirtilmektedir (Report of The High Level Group of Company Law Experts on A Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe, 2002)

yönetim ilkelerine uyum seviyesini tespit etmeye yönelik çalışmalar yapacaklardır. Sonuçta İMKB’de işlem gören bankalar ile diğer şirketlerin kamuya açıklayacakları kurumsal yönetim uyum dereceleri farklı esaslara göre hazırlanmış olacak, piyasadaki şirketler arasında karşılaştırma yapma imkanı azalacaktır. Bunun önlenmesi için bankaların SPKr tarafından yayınlanan kurumsal yönetim ilkelerine göre ayrı bir derecelendirme raporu hazırlatmaları mümkün olmakla birlikte, ek maliyet unsuru olacak bu tip bir yaklaşımın bankalarca benimsenmeyeceği düşünülmektedir. Ancak BDDKr tarafından bankalarca uygulanacak kurumsal yönetim ilkelerinin henüz belirlenmediği ve BK uyarınca SPKr’nun bu husustaki görüşünün alınması gerektiği dikkate alınarak, BDDKr’ye verilecek olan görüşte, bankalar için geçerli olacak kurumsal yönetim ilkeleri ve bu ilkelere uyum seviyesinin gözetim, tahlil ve ölçümü için kullanılacak metodoloji belirlenirken, SPKr tarafından belirlenen kurumsal yönetim ilkelerinin mümkün olduğunca dikkate alınmasının, bu ilkeler ile BDDKr’nin belirleyeceği ilkeler arasında farklılık bulunması halinde, kamunun aydınlatılmasını teminen, söz konusu farklılıkların kamuya açıklanması hususlarına yer verilmesinin uygun olacağı düşünülmektedir<sup>5</sup>.

Türkiye’de sermaye piyasası ve bankacılık mevzuatı dışında yürürlükteki hiçbir mevzuatta kurumsal yönetime ilişkin hükümler yer almamaktadır. Dolayısıyla kurumsal yönetimin Türkiye’de henüz sınırlı bir kesim için uygulanabilir olduğunu söylemek mümkündür. Ancak Adalet Bakanlığı tarafından hazırlanan ve tüm anonim şirketler için geçerli olacak TTK Tasarısı’nda kurumsal yönetime ilişkin hükümler bulunmaktadır. TTK Tasarısı’nda kurumsal yönetime ilişkin olarak yer alan söz konusu hükümlerin iki grupta incelenmesi mümkündür. TTK Tasarısı kurumsal yönetim ile ilgili olarak bir taraftan ilkesel ve genel hükümler öngörmüş diğer taraftan da, çeşitli konularda anılan ilkelere uygun düzenlemeler yapmıştır.

Aşağıdaki maddeler birinci grup kapsamında incelenebilir;

- SPKr’ya tanınan, kurumsal yönetim ilkelerini, derecelendirme kural ve sonuçlarını belirleme yetkisine ilişkin 1507’nci madde (*Halka açık anonim şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerini, yönetim kurulunun buna ilişkin açıklamasının esaslarını ve*

---

<sup>5</sup> Halka açık bankalara ilişkin olarak benzer birçok sorunun mali tablo, denetim gibi hususlarda da yaşandığı dikkate alındığında, kurumsal yönetim ilkeleri ve kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi konularında gündeme gelebilecek bu tip bir sorunun bankaların tamamen SPKn’nun ve SPKr’nun görev alanının dışında bırakılması gibi genel nitelikli çözümler ile giderilmesinin de mümkün olduğu düşünülmekle birlikte, konunun bu etüt çalışmasının dışında kalması ve daha detaylı bir araştırmayı gerektirmesi nedeniyle, konu ayrıntılı olarak işlenmemektedir.

*şirketlerin bu yönden derecelendirme kural ve sonuçlarını Sermaye Piyasası Kurulu belirler. Başka kurumlar, kurullar ve kuruluşlar Sermaye Piyasası Kurulunun onayını almak şartıyla, sadece kendi alanları için geçerli olabilecek kurumsal yönetim ilkeleri ile ilgili, ayrıntıya ilişkin sınırlı düzenlemeler yapabilirler.),*

- Kurumsal yönetim açıklamasının düzenlenmesinin ve genel kurula sunulmasının yönetim kurulunun devredemeyeceği ve vazgeçemeyeceği görev ve yetkileri arasında sayıldığı 375'inci madde,
- Hisse senetleri borsada işlem gören şirketlerde yönetim kurulunun şirketlerin varlığını, gelişmesini ve devamını tehlikeye düşüren sebeplerin erken teşhisi ve bunun için gerekli önlem ve çarelerin uygulanması amacıyla kurmak zorunda olduğu tehlikelerin erken teşhisi komitesine ilişkin 378'inci madde ile aynı konuda denetçiye verilen ikaz görevine ilişkin 398'inci madde,
- Bağımsız ve ulusal standartlara göre yapılması gereken denetime ilişkin 397'inci ve izleyen maddeler.

İkinci grup için ise aşağıda yer alan somut düzenlemeler örnek olarak gösterilebilir.

- 357'nci maddede yer alan eşit işlem ilkesi (*Paysahipleri eşit şartlarda eşit işleme tâbi tutulur.*),
- 359'uncu madde ile daha önceden TTK'da yer alan yönetim kurulu üyelerinin pay sahibi olma zorunluluğunun kaldırılması,
- Esas sözleşmede öngörülmek şartı ile, belirli pay gruplarına ve azlığa yönetim kurulunda temsil edilme hakkı tanınabilmesine ilişkin 360'ıncı madde,
- 479'uncu madde ile oyda imtiyazın on beş oy ile sınırlandırılması ve belirli kararlarda (esas sözleşme değişikliği, işlem denetçilerinin seçimi, ibra ve sorumluluk davası açılması) kullanılmasının engellenmesi,
- 1502'nci madde ile şeffaflığın sağlanmasını teminen her şirketin bir web sitesi oluşturmasının zorunlu kılınması ve web sitesinin içeriğinin belirlenmesi.

### **2.3. Türkiye'de Kurumsal Yönetim İlkelerinin Uygulanma Durumu**

Kurumsal yönetim ilkelerinin genel olarak Türkiye'de uygulanma seviyesi incelendiğinde, mevzuatın kurumsal yönetime uyumu açısından önemli adımlar katıldığı, özellikle yukarıda detayları açıklanan TTK tasarısı ile halka açık olmayan şirketlerin de kapsanacağı dikkate alındığında kurumsal yönetimin yasal altyapısının büyük ölçüde sağlanmış olacağı düşünülmekle birlikte, ilkelerin şirketler tarafından

uygulanma seviyesinin henüz uluslararası standartlara erişmediği, uygulamada birtakım eksikliklerin olduğu kanaati edinilmiştir.

Hisse senetleri İMKB’de işlem gören şirketler tarafından uygulamada yerine getirilmeyen önemli kurumsal yönetim ilkeleri aşağıda kısaca özetlenmektedir<sup>6</sup>;

- Hisse senetleri İMKB’de işlem gören şirketlerin birçoğunda imtiyazlı hisseler bulunmakta ve bu hisselerle birden çok oy hakkı ve halka açık payların sahiplerinin yönetimde temsilini engelleyecek şekilde yönetim kuruluna aday göstermede imtiyaz tanınmıştır.

- Hisse senetleri İMKB’de işlem gören şirketlerin birçoğunun esas sözleşmesinde, şirketin sermaye ve yönetim yapısı ile malvarlığında değişiklik meydana getiren bölünme ve hisse değişimi, önemli tutardaki varlık alım-satımı, kiralanması-kiraya verilmesi veya bağış yapılması ile üçüncü kişiler lehine teminat verilmesine ilişkin kararların genel kurulda alınması yönünde hüküm bulunmamaktadır.

- Hisse senetleri İMKB’de işlem gören şirketlerin birçoğunda kamuya açıklanmış belirli ve tutarlı bir kar dağıtım politikası bulunmamaktadır.

- Hisse senetleri İMKB’de işlem gören şirketlerin birçoğunun yönetim kurulunda yer alan bağımsız üye sayısı Kurumsal Yönetim İlkelerinde belirtilen oranın<sup>7</sup> altında kalmaktadır. Ayrıca bağımsız üye olarak atanan kişilerin bağımsızlıkları ve etkinlikleri konusunda detaylı bir araştırma yapılmamıştır.

- Hisse senetleri İMKB’de işlem gören şirketlerin birçoğu yönetim kurulu üyelerinin ücretlendirme ve ödüllendirme politikalarını kamuya açıklamamışlardır. Bu nedenle ödüllendirme ve ücretlendirmenin, kurumsal yönetim ilkeleri doğrultusunda performans ile ilişkilendirilerek yapılıp yapılmadığı hakkında tereddütler bulunmaktadır.

---

<sup>6</sup> Konuya ilişkin olarak SPK tarafından, hisse senetleri İMKB’de işlem gören şirketlerin SPK tarafından yayınlanan kurumsal yönetim ilkeleri karşısındaki durumlarının anlaşılmasını teminen, kurumsal yönetim uygulama anketi yapılmıştır. Ankete hisse senetleri İMKB’de işlem gören 303 şirketten 249’u cevap vermiştir. Anket sonuçları SPK’nun internet sitesinde ([www.spk.gov.tr](http://www.spk.gov.tr)) yayınlanmıştır.

<sup>7</sup> İki kiden az olmamak üzere yönetim kurulu üye sayısının en az üçte biri

### **3. KURUMSAL YÖNETİM UYUM DERECELENDİRMESİ**

#### **3.1. Kurumsal Yönetim Uygulamalarının Derecelendirilmesi Faaliyetinin Gerekçeleri ve Kurumsal Yönetim Uyum Derecelerinin Kullanımı**

Kurumsal yönetim ilkelerinin gerek uluslararası piyasalarda gerekse ülkemizde öneminin giderek artması sonucunda, ilkelerin uygulanma durumunu belirleyecek kuruluşlara ve farklı şirketlerin kurumsal yönetim uygulamaları arasında karşılaştırma yapılmasını sağlayacak standart ölçütlere ihtiyaç duyulmuş, bu da “kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi” kavramını beraberinde getirmiştir.

Kurumsal yönetim uyum derecelendirmesini, geleneksel kredi derecelendirmesinden farklı olarak şirketlerin mali durumlarını değil yönetim kalitelerini sorgulayan ve ortakların haklarını gözeten bir bakış açısına sahip derecelendirme faaliyeti olarak nitelendirmek mümkündür.

Kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi niceliksel (quantitative) değil niteliksel (qualitative) esasların öne çıktığı bir derecelendirme türüdür. Bunun nedeni ise kurumsal yönetim kavramının niteliksel olması, rakamlarla değil daha çok davranış biçimleriyle açıklanmasıdır. Bu özellik kurumsal yönetim uyum derecelendirmesini kredi derecelendirmesinden ayıran önemli bir husustur.

Kurumsal yönetim uyum dereceleri birçok menfaat sahibi tarafından yapılan analizlerde kullanılmaktadır. Şirketlerin kurumsal yönetim uyum derecelerinden faydalanan grupların başında yatırımcılar gelmekle birlikte, ortaklar (gerek azınlık gerekse hakim ortak), kreditorler, yöneticiler, düzenleyici otoriteler, borsalar, aracı kurumlar, analistler ve akademisyenler de kurumsal yönetim uyum derecelerinden faydalanan gruplar arasında sayılabilir. Bu grupların her biri için kurumsal yönetim uyum derecelerinin farklı kullanım alanları olabilir. Örneğin yatırımcılar yatırım kararlarını verirken şirket tercihlerinde kurumsal yönetim uyum derecelerini bir kriter olarak kullanabilecekleri gibi, yöneticiler de şirketlerinin iyileşmesi için düzeltilmesi gereken hususların tespitinde kurumsal yönetim uyum derecelendirme çalışmalarından faydalanabilirler.

Aşağıda kurumsal yönetim uyum derecelerini kullanan taraflar ve kullanım amaçları özetlenmektedir.

- a. Ortaklar;
  - o Yönetimin ortakların haklarını gözetme seviyesini tespit etmek için, (özellikle azınlık ortakların, yönetim tarafından kendilerine ve hakim ortaklara sağlanan hakları karşılaştırabilmeleri için)
  - o Bir şirketin şeffaflık düzeyini tespit etmek için,
  - o Yatırım kararlarında bir kriter olarak<sup>8</sup>,
- b. Kreditorler;
  - o Borç verme/kredi açma kararlarında bir kriter olarak<sup>9</sup>,
  - o Yönetimin finansal menfaat sahiplerinin haklarını gözetme seviyesini tespit etmek için,
- c. Yönetim kurulu ve yöneticiler;
  - o Mevcut yönetim uygulamalarının nispi başarısını tespit etmek için,
  - o Benchmark olarak,
- d. Düzenleyici otoriteler ve borsalar;
  - o Piyasanın düzenlenmesinde yardımcı bir kriter olarak,
  - o İyi yönetim ve şeffaflık uygulamalarını teşvik etmek için,
  - o Endekslere veya pazarlara katılım şartı olarak,
- e. Hükümetler
  - o Ülkelerindeki kurumsal yönetim uygulamalarını diğer ülkelerle karşılaştırmak, konuya ilişkin eksiklikleri gidermek suretiyle daha fazla yabancı yatırım çekmek için gereken altyapıyı hazırlamak.

### **3.2. Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirmesi Faaliyetinde Bulunan Kuruluşlar**

Şirketlerin kurumsal yönetim alanındaki performanslarının tek tek bireysel yatırımcılar tarafından değerlendirilmesi teorik olarak mümkün olmakla birlikte, gerek araştırmaya yönelik maliyetlerin ve harcanan zamanın minimize edilmesi gerekse bu tip

---

<sup>8</sup> Yatırımcıların ve portföy yöneticilerinin şirketlerin sadece kurumsal yönetim uygulamalarına bakarak önemli alım satım kararlarını vermelerini beklemek gerçekçi bir yaklaşım olmamakla birlikte, kurumsal yönetimin eleme amaçlı bir kriter olarak kullanılmasının ve kötü kurumsal yönetim uygulamalarına sahip şirketlerin portföy oluşturulurken diğer kriterlere bakılmaksızın baştan elenmesinin mantıklı bir uygulama olacağı düşünülmektedir.

<sup>9</sup> Konuya ilişkin olarak Fitch Ratings tarafından 2004 yılında yayınlanan bir çalışmada; "Tahvillerin doğasından kaynaklanan getirisindeki artış ihtimalinin düşük, ancak düşüş (ödenememe) riskinin yüksek olması özelliğine paralel olarak, kurumsal yönetimin kredi kalitesine asimetric olarak etki ettiği ifade edilmektedir. Bu nedenle, iyi kurumsal yönetim uygulamalarının sadece tahvillerin zamanında ödenme ihtimalini sağlamaştırırken, temel yönetim eksikliklerinin şirketin devamlılığını sakatlayıcı/bozucu etkiler yaratabileceği belirtilmektedir. (Evaluating Corporate Governance: The Bondholder's Perspective. Fitch Ratings Çalışma Raporu, 2004)

işlerle profesyonel olarak ilgilenen kurum/kişilerin bilgi birikiminden yararlanma avantajı, kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi faaliyetinin profesyonel derecelendirme şirketleri tarafından yürütülmesine ve bu konuda bir sektör oluşmasına yol açmıştır.

Günümüzde, şirketlerin kurumsal yönetim performansları çeşitli taraflarca değerlendirilmektedir. Kurumsal yönetim derecelendirmesi faaliyetinde bulunmak amacıyla kurulan profesyonel derecelendirme şirketlerinin yanı sıra, akademisyenler de konuyla ilgilenmektedir. Ayrıca birçok yatırım danışmanlığı firmasının resmi olarak derecelendirme faaliyetinde bulunmaksızın şirketlerin kurumsal yönetim performanslarını incelediği ve tespitlerini yatırım danışmanlığı faaliyeti için bir veri olarak kullandığı bilinmektedir. Öte yandan bazı ülkelerde kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi faaliyetinin derecelendirme kuruluşu yerine borsalar tarafından yürütülmesi şeklinde istisnai uygulamalar da bulunmaktadır.

### **3.3. Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirme Metodolojileri**

Derecelendirme kuruluşları tarafından kullanılan kurumsal yönetim uyum derecelendirme metodolojileri kapsamı bakımından iki ana grupta incelenebilir. Bazı derecelendirme metodolojileri sadece belirli bir ülkedeki şirketlerin performanslarını incelerken, bir kısım derecelendirme metodolojileri birden çok ülke piyasasını kapsarlar. Örneğin Alman DVFA<sup>10</sup> tarafından oluşturulan “Scorecard for German Corporate Governance” sadece Almanya’da faaliyet gösteren şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarının derecelendirilmesinde kullanılmak üzere tasarlanmıştır. Benzer bir kuruluş ve uygulama tarzı Yunanistan’da ve Rusya’da da bulunmaktadır. Buna karşın Deminor ya da Standard&Poor’s gibi derecelendirme kuruluşları tarafından birçok uluslararası piyasayı kapsayacak şekilde kurumsal yönetim uyum derecelendirme metodolojileri geliştirilmiştir. Örneğin Deminor Ratings aralarında İngiltere, Fransa, Almanya’nın da bulunduğu toplam 17 Avrupa ülkesinde faaliyet gösteren şirketler için kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi yapmaktadır.

Kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi yapılırken ilk olarak ilgili şirketin değil şirketin içinde bulunduğu ülkenin incelenmesi birçok derecelendirme kuruluşu tarafından tercih edilen bir yaklaşımdır. Nitekim Deminor Ratings, Standard&Poor’s gibi uluslararası alanda faaliyet gösteren derecelendirme kuruluşları ülke bazında analiz

---

<sup>10</sup> Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management E.V.



yapmaktadırlar. Bu tip bir çalışmada amaç, ülkenin yürürlükte olan mevzuatının, düzenlemelerinin ve bilgisel yapısının değerlendirilmesidir. Kurumsal yönetimin bir ana kavram olduğunu, altında ise birçok kriter bulunduğunu düşündüğümüzde, öncelikli faktörlerin ülkeden ülkeye değişmesi doğaldır. Bu nedenle derecelendirilecek şirket hakkında sağlıklı bir kanıya varılabilmesi için, öncelikle ülke bazında bir çalışmanın yürütülerek şirketin içinde bulunduğu ortamın analiz edilmesi, mevzuattaki kurumsal yönetime ilişkin hükümlerin tespit edilmesi ve ülkedeki kurumsal yönetim ilkelerinin(varsa) incelenmesi faydalı olacaktır.

Kurumsal yönetim uyum derecelendirmesinin amacı şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanması konusundaki performanslarının standart ve karşılaştırılabilir bir ölçüm sistemi ile tespit edilmesidir. Bunun için birçok firma değişik yöntemler kullanmakta olup, çalışmanın ilerleyen bölümlerinde uluslararası alanda yaygın olarak bilinen derecelendirme kuruluşları tarafından kullanılan metodolojiler açıklanacaktır. Ancak belirtilmesi gereken husus, her bir derecelendirme kuruluşu tarafından kullanılan yöntemin farklı bir ismi olsa da, uygulanan yöntemlerin temelde aynı esaslara dayandığıdır.

Derecelendirme yapılırken öncelikle kriter olarak esas alınacak kurumsal yönetim ilkeleri belirlenmekte, bunlar gruplandırılarak her bir gruba belirli bir ağırlık verilmektedir. Yapılan incelemede derecelendirme şirketleri tarafından kullanılan grupların (ana kategorilerin) birçok derecelendirme şirketinde aynı olduğu görülmüştür. Özellikle üç konu neredeyse tüm derecelendirme metodolojilerinde yer almaktadır. Bunlar (i) şirketin ortaklarına karşı tutumu ve ortakların hakları, (ii) şirketin yönetim kurulu yapısı ve (iii) şirketin kamuyu aydınlatma ve şeffaflık konusundaki tutumudur.

Ana kategoriler belirlendikten sonra her bir kategorinin içinde yer alan kriterler belirlenmektedir. Ana kategoriler bakımından derecelendirme şirketleri arasında uyum olmakla birlikte, kategorilerin içeriğini dolduran kriterler gerek sayı, gerekse içerik bakımından farklılıklar göstermektedir. Örneğin Institutional Shareholder Services derecelendirme kuruluşu tarafından 63 kriter esas alınırken Deminor Ratings tarafından 300'ün üzerinde kriter kullanılmaktadır. Anılan örneklerden de anlaşılacağı gibi, derecelendirme şirketleri tarafından kullanılan kriterler oldukça detaylıdır.

Kriterler belirlendikten sonra şirketlerin her bir kurumsal yönetim ilkesi için uygulama durumu notlandırılmaktadır. Genelde düşük bir not düşük seviyede kurumsal

yönetim uyum kalitesini, yüksek bir not ise iyi seviyede kurumsal yönetim kalitesini ifade etmektedir. Ancak bu konuda istisnai uygulamalar da bulunmaktadır. Örneğin Hindistan’da bulunan CRISIL tarafından yapılan analizde en yüksek skor olan 1 en iyi kurumsal yönetim uyum seviyesini, 8 ise en düşük kurumsal yönetim uyum seviyesini ifade etmektedir. Rusya’da kurulu Brunswick UBS tarafından yapılan analizlerde ise şirketlerin kötü kurumsal yönetim uygulamaları için ceza puanları verilmekte, böylece şirketin puanı arttıkça kurumsal yönetim uyum seviyesi düşmekte, riski artmaktadır.

Şirketlerin her bir kurumsal yönetim ilkesi için uygulama durumu notlandırıldıktan sonra, her bir kriter için verilen notların toplamı şirketin ana kategori bazındaki notunun hesaplanmasında kullanılmaktadır. Şirketin kurumsal yönetim uyum derecelendirmesinin tespitinde ise her bir kategori için hesaplanan not, o kategorinin ağırlığı ile çarpılmaktadır. Söz konusu ağırlıklar, derecelendirme şirketleri tarafından kategorinin önemine göre belirlenmekte olup, subjektif bir değerlendirmeyi içermektedir. Dolayısıyla derecelendirme şirketleri tarafından her bir kategori için kullanılan ağırlıklar arasında farklılıklar bulunmaktadır.

Kurumsal yönetim uyum derecelendirme metodolojilerine ilişkin olarak belirtilmesi gereken bir başka konu ise, kullanılan verilere ilişkindir. Birçok derecelendirme kuruluşunun bilgi toplama yöntemi birbirine benzemektedir. Derecelendirme kuruluşları, esas olarak şirketlerin kamuya açıklanmış bilgilerini (özel durum açıklamaları, periyodik mali tablo ve faaliyet raporları, izahnameler, basın bültenleri, internet siteleri) analizlerinde veri olarak kullanmaktadır. Ancak kamuya açıklanan bilgilerin yanı sıra, birçok derecelendirme kuruluşu şirket yetkilileri ile de görüşme yapmakta, yapılan görüşmelerden elde edinilen bilgileri ve genelde şirket yetkililerine yaptıkları anketlerin sonuçlarını da analizlerinde veri olarak kullanmaktadır.

#### **3.4. Uluslararası Alanda Kabul Görmüş Derecelendirme Metodolojileri**

Kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi faaliyeti için her bir derecelendirme kuruluşunun farklı bir metodoloji izlediği çalışmanın önceki bölümünde belirtilmiştir. Bu bölümde, uluslararası alanda kabul görmüş 5 derecelendirme kuruluşunun derecelendirme metotları açıklanacaktır. Konuya ilişkin özet bir çalışma Tablo 1’de yer almaktadır.

### **3.4.1. Standard & Poor's Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirme Metodu**

2000 yılında ayrı bir kurumsal yönetim birimi oluşturan dünyanın sayılı derecelendirme kuruluşlarından biri olan Standard & Poor's tarafından kullanılan kurumsal yönetim analizi 4 ana bölümden oluşmaktadır. Bunlar; “ortaklık yapısı ve dış etkenler”, “ortakların hakları ve menfaat sahipleri ile ilişkiler”, “şeffaflık, kamuyu aydınlatma ve denetim” ve “yönetim kurulu yapısı ve etkinliği”dir. Bu bölümlerin her biri şirketlerin genel kurumsal yönetim skoruna<sup>11</sup> katkıda bulunmakla birlikte, şirketin şeffaflık, kamuyu aydınlatma ve denetim bölümünden oldukça düşük bir derece alması durumunda diğer ana bölümler hakkında sağlıklı bir değerlendirme yapmak mümkün olmamakta ve bu durumda şirketin kurumsal yönetim uyum derecesi tespit edilememektedir.

Bir şirketin kriterler karşısındaki durumu Standard & Poor's tarafından tespit edilirken sadece şirketin kamuya açıklanan bilgileri değil, şirket yetkilileri ile yapılan görüşmelerde ve şirket gözlemleri esnasında tespit edilen bilgiler de dikkate alınmaktadır. Standard & Poor's tarafından yapılan açıklamalarda, şirketlerin işleyişi ve yönetim fonksiyonları hakkında bilgilerin sadece şirketlerin kamuya açıklanan bilgilere dayanılarak analiz edilmesinin sınırlı sonuçlar vereceği, şirketlerin yöneticileri ve denetçileri ile yapılacak görüşmeler sayesinde daha detaylı ve sağlıklı bilgilerin elde edilebileceğinin düşünüldüğü ifade edilmektedir.

Standard & Poor's tarafından şirketlere 1 ile 10 arasında bir derece verilmekte olup, 10 en yüksek kurumsal yönetim uyum seviyesine, 1 ise en düşük kurumsal yönetim uyum seviyesine karşılık gelmektedir.

### **3.4.2. Deminor Ratings Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirme Metodu<sup>12</sup>**

Özellikle Avrupa piyasası üzerinde yoğunlaşan Deminor Ratings tarafından kullanılan kurumsal yönetim analizi 4 ana bölümden oluşmaktadır. Bunlar “ortakların

---

<sup>11</sup> Standard & Poors tarafından Corporate Governance Score (CGS) olarak adlandırılmıştır.

<sup>12</sup> 25 Mayıs 2005 tarihinde Deminor Ratings'in çalışmanın bir sonraki bölümünde bahsedilecek olan Institutional Shareholder Services'e satıldığı açıklanmıştır. Bu kapsamda SPK'ndan kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi faaliyetinde bulunmak üzere yetkilendirilen Deminor Ratings'in yetkisi Institutional Shareholder Services'e devredilmiştir. Ancak Deminor Ratings'in kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi alanında çok büyük ve başarılı bir firma olması nedeniyle, Deminor Ratings tarafından kullanılan metodolojiye de bu çalışmada yer verilmiştir.

hak ve yükümlülükleri”, “ele geçirme karşıtı önlemler”, “yönetim konusunda kamuyu aydınlatma” ve “yönetim kurulu yapısı”dır.

Bu dört ana kategorinin altında 300’ün üstünde kurumsal yönetim göstergesi (kriteri) yer almaktadır. Söz konusu göstergelerin gerek uluslararası platformlarda kabul edilen standartlar, gerekse ülkelerin kurumsal yönetim kodları dikkate alınarak hazırlandığı ifade edilmektedir.

Deminor Ratings tarafından bir şirketin kurumsal yönetim derecesi tespit edilirken, o şirketin kamuya açık bilgileri esas alınmaktadır.

Deminor Ratings tarafından şirketlere 0 ile 10 arasında bir derece verilmekte olup, 10 en yüksek kurumsal yönetim uyum seviyesini, 0 ise en düşük kurumsal yönetim uyum seviyesini ifade etmektedir.

### ***3.4.3. Institutional Shareholder Services Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirme Metodu***

Esas faaliyeti kurumsal yatırımcılara oy tavsiyesi vermek olan Institutional Shareholder Services, 2002 yılında Kurumsal Yönetim Katsayısı<sup>13</sup> adlı kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi sistemini faaliyete geçirmiştir. Institutional Shareholder Services’i diğer birçok derecelendirme kuruluşundan ayıran önemli özelliklerden biri, Institutional Shareholder Services’in seçilmiş endekslerde yer alan tüm şirketler için, şirketlerin kendi taleplerine gerek duymaksızın derecelendirme çalışması yapmasıdır. Şirketlerin kendi taleplerinin aranmamasının doğal bir sonucu olarak, bu hizmet herhangi bir ücret karşılığında verilmemekte, ancak dileyen şirketler Institutional Shareholder Services’in daha kapsamlı kurumsal yönetim danışmanlığı hizmetlerinden ücret karşılığında faydalanabilmektedirler.

Özellikle ABD piyasası üzerine yoğunlaşan Institutional Shareholder Services tarafından kullanılan kurumsal yönetim analizi 4 ana bölüme ayrılmıştır. Bunlar yönetim kurulu, denetim, ele geçirme karşıtı önlemler ve yönetici ücret politikalarıdır. Söz konusu dört ana bölümün altında 63 kriter yer almaktadır.<sup>14</sup> Şirketlerin söz konusu

---

<sup>13</sup> Corporate Governance Quotient

<sup>14</sup> Bu kriterlerin bir kısmı diğer kriterlerle birlikte toplu olarak da değerlendirilmektedir. Örneğin, bir şirkette hem yönetim kurulunun çoğunluğu bağımsız üyelerden oluşuyor, hem de yönetim kurulu komitelerinin (denetim, vb.) tüm üyeleri bağımsız üyeler ise, şirket her iki kriter için de, sadece bu

kriterlere uyum seviyesi incelendikten sonra her bir şirket için bir adet genel derece ile dört adet ana bölüm bazında derece verilmektedir. Derecelendirme esasında kullanılan ağırlıklar ise şöyledir: yönetim kurulu için %40, denetim için %10, ele geçirme karşıtı önlemler için %20, yönetici ücret politikaları için %30.

Şirketin kurumsal yönetim dereceleri Institutional Shareholder Services tarafından tespit edilirken şirketlerin kamuya açık bilgileri esas alınmaktadır.

Institutional Shareholder Services tarafından şirketlere dahil olduğu endeksteeki firmalara karşı pozisyonu hakkında bir not verilmekte ve bu not ile şirketin dahil olduğu endeksteeki diğer şirketlerin % kaçından daha iyi olduğu belirtilmektedir. %100 en yüksek dereceyi, %1 ise en düşük dereceyi ifade etmektedir. Örneğin şirketin notunun 82 olması, şirketin dahil olduğu endeksteeki şirketlerin %82'sinden daha iyi kurumsal yönetim uygulamalarına sahip olduğunu ifade etmektedir. Benzer bir karşılaştırma şirketin dahil olduğu endeksteeki şirketle aynı alanda faaliyet gösteren şirketler için de yapılmakta, böylece şirketin sektördeki sıralaması da belirtilmekte ve karşılaştırma imkanı artmaktadır<sup>15</sup>. Ayrıca şirketlere alt-konu bazında da not verilmekte olup, söz konusu notlar 1 ile 5 arasındadır. 5 en yüksek seviyeyi, 1 ise en düşük seviyeyi göstermektedir. Son olarak şirketin içinde bulunduğu ülkede aynı sektörde faaliyet gösteren firmalarla karşılaştırması da yapılmaktadır<sup>16</sup>. Ayrıca derecelendirme raporlarında, şirketlerin kurumsal yönetim uyum derecelerini düşüren faktörler hakkında bilgi verilmektedir.

#### ***3.4.4. Governance Metrics International Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirme Metodu***

ISS gibi, Governance Metrics International(GMI)'da derecelendirme hizmetini ücretsiz olarak veren bir yatırım ve oy danışmanlığı şirkettir. GMI tarafından dünyaca

---

kritere sahip olması ve diğerine sahip olması durumunda alacağı dereceden daha yüksek bir derece almaktadır.

<sup>15</sup> Institutional Shareholder Services tarafından şirketlere sadece kendi performansına değil, şirketin dahil olduğu endeks ve sektöre göre pozisyonuna ilişkin bir derece verilmesi eleştiri konusu olmuştur. Bu yöntem ile kötü kurumsal yönetim uygulamalarının yaygın olduğu bir sektörde, sadece sektördeki diğer şirketlerden daha iyi kurumsal yönetim uygulamalarına sahip bir firma yüksek bir derece alabilir, ancak bu, şirketin başlı başına kendi kurumsal yönetim uygulamalarının iyi bir seviyede olduğunu göstermeyebilir.

<sup>16</sup> Ancak ABD dışındaki ülkelerde faaliyet gösteren şirketler için ülke bazında derecelendirme yapılabilmesi, o ülkeden en az 75 şirketin derecelendirilmesi ile mümkündür. Mevcut durumda bu şartı sadece İngiltere, Avustralya, Kanada, Fransa, Almanya ve Japonya sağlamaktadır.

ünlü endekslere (S&P 500, MSCI AEFE, vb.) dahil olan şirketler ücretsiz olarak derecelendirilmekte, ancak hazırlanan derecelendirme raporları belirli bir ücret karşılığında yatırımcılara ve diğer müşterilere sunulmakta, ayrıca derecelendirilen şirketlere de ücretli olarak kurumsal yönetim konusunda danışmanlık hizmetleri verilmektedir.

GMI tarafından kullanılan kurumsal yönetim analizi 6 ana bölümden oluşmaktadır. Bunlar yönetim kurulunun sorumlu tutulabilirliği, finansal açıdan kamuyu aydınlatma ve iç kontrol sistemleri, ortakların hakları, yöneticilerin ücretlendirilme politikaları, “ortaklık yapısı ve hakimiyet olanakları” ile kurumsal davranış ve kurumsal sosyal sorumluluk konularıdır. Bu ana bölümlerin altında yaklaşık 600 kriter bulunmakta olup, derecelerin hesaplanmasında kullanılan ağırlıklar GMI tarafından kamuya açıklanmamıştır.

GMI tarafından şirketler için toplam 14 adet derece üretilmektedir. Yapılan derecelerin tümü görecelidir. Her bir şirket için global bazda ve altı ana bölüm bazında GMI tarafından derecelendirilen tüm şirketlere göre derece verilmektedir. Ayrıca aynı analiz sadece şirketin içinde bulunduğu ülke için de yapılmakta ve şirketin faaliyet gösterdiği ülkedeki diğer şirketlere göre performansının değerlendirildiği bir adet global, altı adet ana bölüm bazında derece verilmektedir.

GMI tarafından şirketlere 1 ile 10 arasında bir derece verilmekte olup, 10 en yüksek kurumsal yönetim uyum seviyesini, 1 ise en düşük kurumsal yönetim uyum seviyesini ifade etmektedir.

GMI tarafından şirketlerin kurumsal yönetim uyum dereceleri tespit edilirken, şirketlerin kamuya açık bilgileri esas alınmaktadır.

#### ***3.4.5. CRISIL Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirme Metodu***

Hindistan’da kurulu CRISIL Ltd., kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi alanında ün yapmış bir başka firmadır. CRISIL tarafından geliştirilen Kurumsal Yönetim ve Değer Katma Dereceleri<sup>17</sup>, şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarının etkinliğini tüm menfaat sahipleri için yaratılan katma değer dikkate alınarak incelemektedir. Temel varsayım, şirketlerin ortakları için varlık yaratmak amacıyla kurulduğu, bunun uzun vadede sağlanabilmesi için şirketlerin tüm menfaat sahipleri ile ilişkilerinin iyi olması

---

<sup>17</sup> Söz konusu terimin İngilizce karşılığı “Corporate Governance and Value Creation Ratings”dir.

gerektiği, bütün bunların sağlanmasının da Şirket yönetiminin kapasitesine bağlı olduğudur.

Bu kapsamda CRISIL tarafından kullanılan kurumsal yönetim analizi 5 ana bölümden oluşmaktadır<sup>18</sup>. Bunlar tüm ortaklara eşit davranış, hissedarların sahiplik hakları, Şeffaflık ve kamuyu aydınlatma (finansal ve operasyonel açıdan), yönetim kurulunun yapısı ve yönetim kurulunun iŐleyiŐidir.

Söz konusu 5 ana baŐlık altında kaç kriter yer aldığı ve bunların ne Şekilde ağırlıklandırıldığı CRISIL tarafından açıklanmamıştır.

Şirketin kurumsal yönetim dereceleri CRISIL tarafından tespit edilirken Şirketlerin kamuya açık bilgileri esas alınmakta, bunun yanı sıra Şirket alıŐanları, yöneticileri ve önemli menfaat sahipleri ile görüşmeler yapılmakta, bu görüşmelerden elde edilen veriler de yapılan analizde kullanılmaktadır.

CRISIL tarafından Şirketlere 1 ile 8 arasında bir derece verilmekte olup, 1 en yüksek kurumsal yönetim uyum seviyesine, 8 ise en düşük kurumsal yönetim uyum seviyesine karşılık gelmektedir.

### **3.5. Türkiye’de Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirmesine İlişkin Yasal Mevzuat**

2499 sayılı SPKn’nun ‘‘Görev ve Yetkiler’’ başlıklı 22’nci maddesinin birinci fıkrasının (n) bendinde *sermaye piyasası kurumlarının ve sermaye piyasası araçlarının derecelendirilmesini düzenlemek ve denetlemek* SPKı’nun baŐlıca görev ve yetkileri arasında sayılmıştır.

Uluslararası piyasalardaki gelişmelere paralel olarak 2003 yılının Temmuz ayında ‘‘Kurumsal Yönetim İlkeleri’’ni açıklayan SPKı, 2499 sayılı SPKn’nun yukarıda belirtilen maddesinden aldığı yetki ile 2003 yılının Aralık ayında Seri:VIII No:40 Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin

---

<sup>18</sup> CRISIL tarafından Şirketlerin tüm menfaat sahipleri (ortaklar, borç verenler, müşteriler, çalıŐanlar, tedarikçiler ve toplum) ile ilişkilerinin seviyesinin tespiti için kullanılan yöntem, bu çalışmanın konusu olmaması nedeniyle açıklanmamıştır. Konu hakkında detaylı bilgi için bakınız: [www.crisil.com](http://www.crisil.com)

Esaslar Tebliği<sup>19</sup>'ni yayınlamıştır. Derecelendirme Tebliği'nin 4'üncü maddesine göre derecelendirme faaliyeti; kredi derecelendirmesi ve kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesi faaliyetlerini kapsamakta olup, 6'ncı maddeye göre kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesi, ortaklıklar ve sermaye piyasası kurumlarının SPKı tarafından yayımlanan Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne uyumunun derecelendirme kuruluşları tarafından bağımsız, tarafsız ve adil olarak değerlendirilmesi ve sınıflandırılması faaliyettir. Kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesinde, bir bütün olarak tüm ilkelere uyum ile pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri, yönetim kurulu, ana bölümleri itibariyle ayrı olmak üzere 1 ile 10 arasında derece notu verilir.

Derecelendirme Tebliği'nin 7'nci maddesi uyarınca derecelendirme faaliyeti, Türkiye'de kurulan ve derecelendirme faaliyetinde bulunmak üzere Kurulca yetkilendirilen derecelendirme kuruluşları ile Türkiye'de derecelendirme faaliyetinde bulunması Kurulca kabul edilen uluslararası derecelendirme kuruluşları tarafından yapılır.

Derecelendirme Tebliği'nin ilk iki bölümünde amaç, konu ve tanımlar ile derecelendirme faaliyetinin kapsamı ve bu faaliyette bulunabilecek kuruluşlara ilişkin hükümler yer almaktadır. "Derecelendirme Kuruluşlarının Yetkilendirilmesi ve Listeye Alınması" başlıklı üçüncü bölümde ise Türkiye'de derecelendirme faaliyetinde bulunmak için SPKı'ya başvuracak kuruluşların taşıması gereken şartlar sayılmıştır. Derecelendirme Tebliği'nin dördüncü bölümünde derecelendirme sözleşmelerinde bulunması gereken asgari hususlara ve derecelendirme kuruluşlarının faaliyet ilkelerine ilişkin hükümler yer almaktadır. Derecelendirme Tebliği'nin "Diğer hükümler" başlıklı son bölümünde ise derecelendirme kuruluşlarının mali tablo düzenleme ve bağımsız denetim yükümlülükleri, derecelendirme faaliyetlerinden doğan sorumlulukları ve Kurul'un gözetim ve denetim yetkisine ilişkin hükümler bulunmaktadır.

Derecelendirme Tebliği'nin 9'uncu maddesi uyarınca derecelendirme faaliyetinde bulunmak üzere Türkiye'de kurulacak derecelendirme kuruluşlarının;

- a. Anonim şirket şeklinde kurulmuş olması ve hisse senetlerinin nama yazılı olması,
- b. Ticaret unvanlarında derecelendirme ibaresinin bulunması,

---

<sup>19</sup> 04.12.2003 tarih ve 25306 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanarak yürürlüğe girmiştir.



- c. Esas sözleşmesinin münhasıran derecelendirme faaliyetinde bulunulmasına ilişkin hüküm içermesi,
- d. Ödenmiş sermayelerinin en az 200 milyar TL (200.000 YTL) olması,
- e. Her bir derecelendirme faaliyetinin bağımsız olarak sürdürülebilmesi için birbirinden ayrı olarak yeterli organizasyon, mekan, teknik donanım, belge ve kayıt düzenine sahip olması,
- f. Her bir derecelendirme faaliyeti için sistematik derecelendirme metodolojisi ve kamuya açıklanmayan bilgilerin kötüye kullanımını önlemeye ilişkin politikaları belirlemesi ve bunlara uyumun gözetilmesi amacıyla mali ve hukuki çalışma şekillerine ilişkin kontrol süreçlerini de kapsayacak şekilde iç kontrol sistemi oluşturulması,
- g. Ortakları, yöneticileri, denetçileri, derecelendirme uzmanları ile şirketin tüzel kişi ortaklarının yönetim kurulu üyelerinin Derecelendirme Tebliği'nde belirtilen şartları taşıması (birtakım suçlardan dolayı hüküm giymemiş olmak, işlem yasaklı olmamak, vs.),
- h. Her bir derecelendirme faaliyetinin bağımsız olarak sürdürülebilmesi için birbirinden ayrı olarak, aşağıda belirtilen nitelikleri haiz, ekip olarak çalışmayı sağlayacak sayıda derecelendirme uzmanının istihdam edilmesi,
- i. İşletme, finans, hukuk, iktisat, maliye, muhasebe, işletme mühendisliği, bankacılık ve dengi dallarda en az 4 yıllık lisans düzeyinde veya diğer dallarda lisans düzeyinde eğitim yapmış olmakla birlikte belirtilen alanlarda lisansüstü eğitim yapmış olması,
- ii. Derecelendirme alanında en az 1 yıllık deneyimlerinin bulunması ve SPK'nun lisanslamaya ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde kendilerine Derecelendirme Uzmanlığı Lisansı<sup>20</sup> verilmiş olması,
- i. Derecelendirme raporlarını imzalamaya yetkili yöneticilerin şirket sermayesinde asgari %10 oranında pay sahibi olmaları, derecelendirme alanında en az 3 yıllık deneyimlerinin bulunması ve derecelendirme uzmanı sayılmak için belirtilen diğer şartların tamamını taşımaları,
- j. Yönetici ve derecelendirme uzmanlarının derecelendirme kuruluşunda tam zamanlı olarak görev yapması,
- zorunludur.

---

<sup>20</sup> Kurumsal Yönetim Derecelendirme Uzmanlığı Sınavı ilk olarak 17-18 Eylül 2005 tarihlerinde gerçekleştirilmiş ve sınava katılan 20 adaydan 7'si başarılı olmuştur (başarı oranı:%35).

Derecelendirme Tebliği'nin 13'üncü maddesinde ise derecelendirme faaliyetine ilişkin genel ilkeler sayılmış olup, bu ilkelerden bazıları aşağıda verilmektedir.

a. Derecelendirme kuruluşları müşterilerine belli bir dereceyi vereceklerine dair taahhütte bulunamazlar.

b. Derecelendirme kuruluşları her derecenin ne anlama geldiğine ilişkin kamuya açıklama yapmak zorundadırlar. Kamuya yapılan açıklamada, derecelendirmenin ilgili sermaye piyasası aracının alım-satım veya elde tutulmasına ilişkin bir tavsiye niteliği taşımadığı ayrıca belirtilir.

c. Derecelendirme kuruluşlarının derecelendirme yaptıkları ortaklık ve sermaye piyasası kurumlarının mali durumunu ve faaliyetlerini, borçluluğu temsil eden sermaye piyasası araçlarının riskini periyodik olarak takip etmeleri ve gerektiğinde derece değişikliği yapmaları zorunludur.

d. Derecelendirme kuruluşları yeni bir derecelendirme yaptıklarında, yeni derece ile birlikte bir önceki dereceyi ve derecenin değiştirilme gerekçesini kamuya açıklamak zorundadırlar.

e. Derecelendirme kuruluşlarının, derecelendirme faaliyetlerini yürütürken bağımsız denetimden geçmiş finansal bilgileri kullanmaları esastır.

Henüz Türkiye'de kurulan hiçbir derecelendirme kuruluşu kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi faaliyetinde bulunmak üzere SPK'na başvurmamıştır. 2 adet uluslararası derecelendirme kuruluşu ise Türkiye'de kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi faaliyetinde bulunmak üzere SPK tarafından yetkilendirilmiştir. Bunlar Institutional Shareholder Services<sup>21</sup> ve Core Ratings'dir. Her iki firmanın da Türkiye'de şube, temsilcilik veya ofisi bulunmamaktadır.

Gerek Institutional Shareholder Services, gerekse Core Ratings için SPK tarafından verilen kararlarda, derecelendirme kuruluşları, kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi konusunda metodoloji dahil SPK düzenlemelerine uyum sağlanması gerektiği konusunda bilgilendirilmek suretiyle yetkilendirilmiştir. Bunun nedeni Derecelendirme Tebliği uyarınca kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi faaliyetinin sadece SPK tarafından yayınlanan Kurumsal Yönetim İlkelerine uyumun değerlendirilmesi olarak sınırlandırılması ve 1 ile 10 arasında derece verilmesinin zorunlu kılınmasıdır. Böylece Derecelendirme Tebliği, derecelendirme kuruluşlarının

---

<sup>21</sup> Aslen yetkilendirilen kuruluş Deminor Ratings S.A. olup, Deminor Ratings'in Institutional Shareholder Services'e devredilmesi nedeniyle derecelendirme yetkisi Institutional Shareholder Services'a geçmiştir.

kullanmaları gereken kriter ve dereceleri, başka bir deyişle metodolojiyi belirlemiştir. Bu durum derecelendirme kuruluşlarının kendi metodolojilerini kullanmalarına bir engel teşkil etmemekle birlikte, derecelendirme kuruluşlarının kendi metodolojilerine dayanarak yaptıkları çalışmalar Türkiye’de tanımlanan kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi faaliyeti kapsamında sayılmayacak ve söz konusu dereceler çalışmanın izleyen bölümünde açıklanacak olan İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi’ne girmek için bir kriter olarak kullanılamayacaktır. Derecelendirme Tebliği’nde yer alan söz konusu hükmün Türkiye’de faaliyet gösterecek derecelendirme kuruluşları için bir ek maliyet unsuru olacağı, zira kendi uyguladıkları metodolojilerin yanı sıra SPK’r tarafından yayınlanan kurumsal yönetim ilkelerinin detaylıca incelenmesi gerekeceği, bunun da derecelendirme maliyetlerine yansıtacağı, ancak SPK’r tarafından benimsenen söz konusu yaklaşımın şirketler arasında karşılaştırma yapılmasını kolaylaştırma amacını taşıdığı düşünülmektedir.

### **3.6. İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi**

Kurumsal Yönetim ilkelerinin 2003 yılının Temmuz ayında yayınlanmasına rağmen, 2003 sonu itibariyle halka açık şirketlerden bu ilkelere uyacağını/uymayı düşündüğünü açıklayan hiçbir şirketin olmaması üzerine, şirketlerin ilkeleri uygulamalarını teşvik edici nitelikte düzenlemeler yapılmasını yararlı gören SPK’r, 12.12.2003 tarihli toplantısında, kurumsal yönetim ilkelerinde yer alan prensipleri uygulayan şirketlere yönelik olarak;

- a. İMKB bünyesinde ayrı bir endeks oluşturulması,
- b. Oluşacak endekse dahil olma konusunda istekli olan şirketlere Derecelendirme Tebliği çerçevesinde derecelendirme yaptırma zorunluluğu getirilmesi,
- c. Oluşturulacak endekse dahil olacak şirketlere İMKB’de kote olan şirketlerden her yıl alınan kotta kalma ücretleri bakımından bazı indirimler sağlanması,
- d. Endeks kriterlerinin belirlenmesi konusunda uygulanacak metodoloji, konularını kapsayacak şekilde çalışma yaparak sonuçlandırılması hususunda İMKB’ye bildirimde bulunulmasına karar vermiştir.

Konuya ilişkin olarak İMKB tarafından oluşturulan Kurumsal Yönetim Endeksi Temel Kuralları’nın değerlendirildiği SPK’r’nun 07.02.2005 tarihli toplantısında;

- a. Şirketlerin İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi’ne dahil olabilmeleri için İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi Temel Kuralları ile 5 olması öngörülen kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirme notunun, kurumsal yönetim ilkelerinin amaca

uygun olarak uygulanmasını teminen 6 olarak değiştirilmesinin uygun olacağı yönünde İMKB Başkanlığı'na bildirimde bulunulmasına,

b. Borsa kotunda/kaydında bulunan hisse senetlerinin toplam nominal tutarı üzerinden hesaplanan kotta/kayıtta kalma ücretinin tahakkuk ettirildiği tarih itibariyle İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi kapsamında bulunan şirketler için kotta kalma ve kayıtta kalma ücretlerinde %50 indirim yapılması yönünde kotasyon ücretleri tarifesinde değişiklik yapılması hakkındaki İMKB önerisinin onaylanmasına,

c. Kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesinde, bölümler itibariyle ağırlıklandırmanın pay sahipleri bölümü için %25, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık bölümü için %35, menfaat sahipleri bölümü için %15 ve yönetim kurulu bölümü için %25 olarak yapılmasına ve derecelendirme sonuçlarının bir bütün olarak tüm ilkelere uyum ile dört ana bölüm itibariyle ayrı ayrı olmak üzere ağırlıkları ile birlikte kamuya açıklanmasına,

karar verilmiştir.

İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi, İMKB pazarlarında işlem gören ve Derecelendirme Tebliği kapsamında kurumsal yönetim ilkelerine uyumuna ilişkin olarak belirlenmiş derecelendirme notuna sahip şirketlerin fiyat ve getiri performanslarının ölçülmesi amacıyla oluşturulmuştur. Endekse alınmak için, SPK tarafından yetkilendirilerek derecelendirme kuruluşları listesine alınan derecelendirme kuruluşlarınca yapılan kurumsal yönetim uyum derecelendirmesinde, bir bütün olarak ilkelere uyum notunun en az 6 olması gerekmektedir.

İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi, endekse alınma kriterlerini sağlayan şirketlerin sayısının 5'e ulaşması halinde Borsa günlük bülteninde yapılan duyurudan 1 hafta sonra hesaplanmaya başlanacaktır. İMKB Ulusal-100 endeksinin ilan edilen en son değeri endeksin başlangıç değeri olarak alınacaktır.

İMKB Kurumsal Yönetim Endeksine ilişkin gerekli tüm altyapı SPK ve İMKB tarafından oluşturulmuş olmakla birlikte, henüz kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi yaptıran ve notu 6'yı aşan 5 şirketin bulunmaması nedeniyle İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi hesaplanmaya başlamamıştır.

Yukarıda da belirtildiği üzere, kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi yaptırılması ve İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi'ne katılımın özendirilmesi için, İMKB Kurumsal Yönetim Endeksine dahil olacak şirketlere, Borsa kotunda/kaydında

bulunan hisse senetlerinin toplam nominal tutarı üzerinden hesaplanan kotta kalma ve kayıta kalma ücretlerinde %50 indirim sağlanmaktadır. İMKB Başkanlığı tarafından 27.10.2004 tarihinde edilen kotasyon tarifesine göre kotta/kayıta kalma ücreti şirketlerin kotta bulunan menkul kıymetlerinin nominal tutarının % 0.1'inin (binde bir) dörtte biridir. Böylece normalde kotta bulunan menkul kıymetlerinin nominal tutarının 0.00025'ine denk gelen kotta/kayıta kalma ücreti Kurumsal Yönetim Endeksi'ne dahil olacak şirketler için 0.000125 olarak uygulanacaktır. Tablo 2'de İMKB Ulusal Pazarı'nda işlem gören şirketler için 31.12.2004 tarihi itibarıyla kotta bulunan menkul kıymetlerinin nominal tutarı, kotta/kayıta kalma ücretleri ve Kurumsal Yönetim endeksi'ne dahil olmaları durumunda hesaplanacak kotta/kayıta kalma ücretleri verilmektedir. İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi'nin sağladığı avantaj hakkında yorum yapabilmek için yapılacak indirim tutarının derecelendirme maliyetleri ile karşılaştırılması gerekmektedir. Ancak Türkiye'de kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi faaliyetinde bulunmak üzere yetkilendirilmiş derecelendirme kuruluşlarının uyguladıkları ücretler konusunda sağlıklı bir veri bulunmamaktadır. Uygulanacak ücret derecelendirilecek şirket için farklılık göstermektedir. Bununla birlikte derecelendirme ücretlerinin ortalama 20.000 ABD Doları'ndan düşük olması da beklenmemektedir. Tablo 2 incelendiğinde, ortalama olarak tahmin edilen 20.000 ABD Doları tutarındaki derecelendirme maliyetinin şirketlerin çoğu için kurumsal yönetim endeksine katılım ile sağlanacak indirim tutarından yüksek olduğu görülmektedir.

Kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi yaptırılmasının özendirilmesi için, söz konusu işlemin yüksek maliyetleri ve mevcut kotta/kayıta kalma ücretleri üzerinden yapılan %50 oranındaki indirimin söz konusu maliyetlere kıyasla çok düşük bir tutara karşılık geldiği dikkate alınarak, hisse senetleri İMKB'de işlem gören şirketlerden Kurumsal Yönetim Endeksine girmek için gereken şartları taşıyanlara indirim oranının %50'nin üzerine çıkarılması gibi ilave kolaylıklar getirilmesi gerekmektedir.

## 4. KURUMSAL YÖNETİM UYUM DERECELENDİRMESİ İLE İLGİLİ TARTIŞMALAR

### 4.1. Şirketlerin Kurumsal Yönetim Uyum Dereceleri ile Şirket ve Hisse Senedi Performansları Arasındaki İlişki

Kurumsal yönetim kavramının öneminin artmasıyla birlikte, yatırımcıların birçoğunun yatırım kararlarını alırken şirketlerin sadece finansal performansına değil kurumsal yönetim uygulamalarına da dikkat etmeye başladığı bilinmektedir. Nitekim 2000 yılında Mc Kinsey tarafından 200 uluslararası kurumsal yatırımcı üzerinde yapılan bir araştırmada, kurumsal yatırımcıların iyi yönetilen şirketler için önemli tutarda ekstra bir prim ödemeyi kabul ettikleri tespit edilmiştir. Ayrıca yatırımcıların bazı piyasalarda yatırım yapmamayı tercih etmelerinin nedenleri arasında zayıf kurumsal yönetim uygulamalarının varlığı da bulunmaktadır.

Bu durum şirketlerin kurumsal yönetim karşısındaki durumu ile şirket performansı ve hisse senedi performansları arasındaki ilişkinin araştırılmasına sebep olmuştur. Şirketlerin kurumsal yönetim karşısındaki durumu ile şirket performansı arasındaki bağın tespitine ilişkin olarak yapılan araştırmalar için ikili bir ayırımı gitmek gerekmektedir.

ABD gibi gelişmiş piyasalar üzerinde yapılan çalışmalarda kurumsal yönetimin şirket performansına olan etkisi konusunda farklı sonuçlara ulaşılmış olup, net bir sonuca varmak mümkün olamamıştır. Örneğin Millstein ve MacAvoy tarafından 154 Amerikan şirketi üzerinde yapılan bir çalışmada, 1990'lı yıllarda aktif ve bağımsız yönetim kuruluna sahip şirketlerin pasif ve bağımsız olmayan üyelerden oluşan yönetim kurullarına sahip şirketlere göre daha iyi performans gösterdiği tespit edilmiştir<sup>22</sup>. Ancak Dalton, Daily, Ellstrand ve Johnson tarafından yapılan diğer bir çalışmada, yönetim kurulu oluşumunun şirket performansı üzerinde hemen hemen hiçbir etkisinin olmadığı tespit edilmiştir<sup>23</sup>. Patterson tarafından yapılan başka bir çalışmada ise kurumsal yönetim ile şirket performansı arasındaki ilişkiye ilişkin literatürün detaylı olarak incelendiği ve yapılan araştırma sonuçlarının bu tip bir ilişki hakkında kesin sonuçlara varmaya yetecek

---

<sup>22</sup> Millstein, I.M. and MacAvoy, P.W. 1998 "The Active Board of Directors and Performance of the Large Publicly Traded Corporation", Columbia Law Review 98, No.21

<sup>23</sup> Dalton, D.R., Daily, C.M., Ellstrand, A.E. and Johnson, J.L. 1998 "Meta-Analytic Reviews of Board Composition, Leadership Structure, and Firm Performance", Strategic Management Journal, No.24

derecede bulguya ulaşamadığı ifade edilmiştir<sup>24</sup>. Son olarak Larcker ve başkaları tarafından yapılan bir çalışmada da genellikle akademisyenler ve derecelendirme kuruluşları tarafından esas alınan kurumsal yönetime ilişkin yapısal göstergelerin (bağımsız yönetim kurulu üye sayısı, en büyük hissedarın ortaklık oranı, imtiyazlı payların varlığı, vs.) şirketlerin performansını açıklama konusunda sınırlı kaldıkları sonucuna ulaşılmıştır<sup>25</sup>.

Ancak yapılan çalışmalarda kurumsal yönetimin gelişmekte olan piyasalar için gelişmiş piyasalara oranla daha önemli bir etken olduğu, gelişmekte olan piyasalarda kurumsal yönetimin şirket performansına etkisinin belirgin düzeyde olduğu tespit edilmiştir. Nitekim yukarıda bahsedilen McKinsey raporu da bu durumu destekler nitelikte sonuçlara ulaşmıştır. McKinsey tarafından yapılan çalışmaya göre, yatırımcılar iyi yönetilen Kanadalı bir şirket için %11, İngiliz bir şirket için %12 ve Amerikalı bir şirket için %14 prim ödemeyi kabul ederken, söz konusu primler İtalyan bir şirket için %16'ya, Japon bir şirket için %21'e, Brezilyalı bir şirket için %24'e, Rus bir şirket için %38'e ve son olarak Faslı bir şirket için %41'e çıkmaktadır.

Bauer ve Guenster (2003) tarafından FTSE Euroto 300 endeksine dahil şirketler üzerine yapılan bir çalışmada ise, şirketlerin Deminor Ratings tarafından verilen kurumsal yönetim uyum dereceleri esas alınmıştır. Çalışma için oluşturulan portföyde, kurumsal yönetim uyum dereceleri yüksek firmalarda uzun pozisyon(alım), kurumsal yönetim uyum dereceleri düşük firmalarda ise kısa pozisyon(satım) alınmıştır. Şirketlerin kurumsal yönetim uyum dereceleri ile hisse senedi performanslarının karşılaştırılması sonucunda, kurumsal yönetim uyum dereceleri yüksek olan firmaların hisse senedi performanslarının kurumsal yönetim uyum dereceleri düşük olan firmalara göre yıllık %2,97 daha fazla olduğu tespit edilmiştir. Ayrıca şirketlerin Deminor Ratings tarafından verilen kurumsal yönetim uyum derecelerindeki %1'lik bir artışın şirket varlıklarının piyasa değerlerinin yerine koyma değerlerine oranında %0,14'lük artışa denk geldiği tespit edilmiştir.

Gompers, Ishii ve Metrick tarafından yaklaşık 1500 şirket üzerinde yapılan bir çalışmada ise, yatırımcıların kurumsal yönetim uyum dereceleri yüksek firmalarda uzun pozisyon(alım), kurumsal yönetim uyum dereceleri düşük firmalarda ise kısa

---

<sup>24</sup> Patterson, D.J. 2000 The Link Between Corporate Governance and Performance, year 2000 Update, Conference Board, New York

<sup>25</sup> Larcker, D. F., S. Richardson ve İ. Tuna 2004 "Does Corporate Governance Really Matter?" Working Paper

pozisyon(satım) almak suretiyle oluşturdıkları bir yatırım portföyü ile yıllık fazladan %8,5 getiri elde edebilecekleri tespit edilmiştir<sup>26</sup>.

Black tarafından Rus şirketlerinin Brunswick Warburg derecelendirme firması tarafından belirlenen kurumsal yönetim uyum dereceleri esas alınarak yapılan bir çalışmada da, kurumsal yönetim uyum derecesine ilişkin sıralamada bir standart sapma kadar artışın, şirket değerinde sekiz katlık bir artışta denk geldiği tespit edilmiştir<sup>27</sup>.

Durnev ve Kim tarafından yapılan bir çalışmada ise Credit Lyonnais Securities Asia tarafından hazırlanan kurumsal yönetim skorları kullanılmış ve kurumsal yönetim uyum konusunda iyi olan şirketlerin piyasa değerlerinin daha yüksek olduğu tespit edilmiştir<sup>28</sup>. Çalışmaya göre bir şirketin kurumsal yönetim skoru on puan arttığında piyasa değeri %13 artmaktadır. Eğer benzer bir iyileşme şirketin şeffaflık skorunda<sup>29</sup> gözlenirse, piyasa değerindeki artış %16 civarında gerçekleşmektedir.

Yukarıda sözü edilen ampirik çalışmalardan çıkarılabilecek sonuç, kurumsal yönetim uygulamalarının şirket ve hisse senedi performansına etkisinin olduğu, ancak bu etkinin seviyesinin gerek şirketlerin faaliyet gösterdiği yasal ve ekonomik ortama, gerekse şirketin kendi içsel dinamiklerine göre farklılık gösterebileceği, ayrıca sağlıklı sonuçlar alınabilmesi için kurumsal yönetim uygulamaları adı altında belirlenen ve performans ile ilişkisi incelenen davranışların dikkatlice tanımlanması gerektirir.

#### **4.2. Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirmesi Faaliyetinde Bulunacak Firmaların Bağımsızlığı**

Kurumsal yönetim uyum derecelendirme sistemlerine ilişkin olarak uluslararası alanda sıkça tartışılan konulardan bir başkası, derecelendirme kuruluşlarının gözlem ve değerlendirme yapmalarına ilişkin olarak ortaya atılan, bu şirketlerin değerlendirecekleri şirketlerle olan ilişkileridir.

---

<sup>26</sup> Gompers, P.A., Ishii, J. ve Metrick, A. 2003 “Corporate Governance and Equity Prices” The Quarterly Journal of Economics, Cilt 20, S.107-155

<sup>27</sup> Black, B. 2001 “Does Corporate Governance Matter? A Crude Test Using Russian Data”, University of Pennsylvania Law Review, Vol.149., pp.2131-2150

<sup>28</sup> Durnev, A. Ve Han, K.E. 2002 “The Interplay of Firm Specific Factors and Legal Regimes in Corporate Governance and Firm Valuation” Dartmouth’s Centre for Corporate Governance tarafından düzenlenen Contemporary Corporate Governance issues II: International Corporate Governance isimli konferansta sunulan makale

<sup>29</sup> Durnev ve Kim tarafından yapılan çalışmada, şeffaflık konusunda şirketlerin Standard&Poors tarafından tespit edilen şeffaflık skor ve sıralamaları esas alınmıştır.



Bu bağlamda incelenen konulardan ilki, değerlendirme faaliyetinde bulunan kuruluşların tarafsızlıkları ve değerlendirilecek kuruluşlara yakınlıkları arasında yapılacak tercihtir. İkinci önemli konu ise değerlendirme faaliyetinde bulunan kuruluşların değerlendirilecek kuruluşlara mali açıdan bağımlılıklarının bağımsızlıklarına etkisidir.

Şirket yönetiminin performansını gözlemleyen tüm tarafların (kişiler, kurumlar, denetçiler ya da derecelendirme kuruluşları) yapması gereken temel tercihlerden biri gözlemin tarafsızlığı ile gözlemin yakınlığı arasındaki tercihtir (Boot ve Macey, 2003). Gözlem yapan tarafların şirket yönetimi ile yakın temas içinde olması ve önemli kararlara eşzamanlı olarak iştirak etmesi durumunda yakınlığın varlığından söz etmek mümkündür. Tarafsızlık ise gözlem yapan tarafların şirket yönetiminden uzak olması halinde mümkündür.

Yakınlık, gözlemcilerin önemli kararların alınması aşamasında aktif rol almasını sağladığı için tarafsızlığa göre bilgiye anında ulaşma avantajına sahiptir. Ancak karar alma aşamasında aktif bir rol alınması nedeniyle gözlemcilerin, özellikle de kendi iştirak ettikleri kararlar hakkında, objektif bir gözlem yapmaları güçleşmektedir. Tarafsızlık ise, gözlemciler ile gözlem yapılan şirket yönetimi ile aradaki bağın kopması nedeniyle objektif yorumlar yapılmasını sağlamakta ancak yakınlığın verdiği şirket ve yönetim hakkında detaylı bilgiye anında (eş zamanlı olarak) ulaşma avantajını yitirmektedir. Bu açıdan, tarafsızlık *ex post* ve değerlendirmeci bir yaklaşımı benimserken, yakınlık ise *ex ante* ve proaktif bir yaklaşımı benimsemektedir.

Konuya ilişkin olarak Michaely ve Womack tarafından yapılan bir araştırmada, analistlerin çalıştıkları kurumların yüklenimde bulunmak suretiyle halka arzına aracılık ettiği şirketlere ilişkin tavsiyeleri incelenmiş ve analistlerin halka arzına aracılık edilen şirketlerin hisse senetlerini tavsiye ettikleri ancak bu hisse senetlerinin performanslarının halka arza aracılık etmeyen kurumlarda çalışan analistlerin tavsiye ettiği şirketlerin hisse senetlerine göre daha düşük olduğu tespit edilmiş, ayrıca halka arza aracılık eden şirketlerde çalışan analistlerin taraf tutma eğiliminde olduğu ve kendilerinin aracılık ettikleri şirketlerin başkaları tarafından yüklenimde bulunulmak suretiyle halka arzına aracılık edilen şirketlere göre daha iyi olduğuna inandıkları belirtilmiştir<sup>30</sup>. Burada

---

<sup>30</sup> Michaely, R. ve Womack, K. 1999 “Conflict of Interest and the Credibility of Underwriter Analyst Recommendations” The Review of Financial Studies, Vol. 12 (4), p. 680

önemli bir nokta halka arza aracılık eden analistlerin diğer analistlere göre daha fazla bilgiye sahip olmasıdır. Bu durumda, söz konusu çalışmadan çıkarılabilecek bir sonuç, gözlem faaliyetinde yakınlığın bilgi avantajına rağmen tarafsızlığın daha doğru sonuçlara ulaşılmasını sağladığıdır.

Kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi faaliyetinde bulunacak firmaların da gözlem ve değerlendirme faaliyetinde buldukları dikkate alındığında, anılan çalışmadaki sonuçların kurumsal yönetim uyum derecelendirme şirketleri için de geçerli olacağı sonucuna ulaşmak mümkündür. Nitekim gerek uluslararası piyasalarda gerekse ülkemizde derecelendirme faaliyetinin tarafsız kuruluşlar tarafından yapılması yaklaşımı tercih edilmiştir.

Tarafsızlık konusunda ele alınması gereken önemli bir husus ise derecelendirme faaliyetinde bulunan kuruluşların derecelendirdikleri kuruluşlara mali açıdan bağımlılıklarının bağımsızlıklarına ve tarafsızlıklarına etkisidir. Sadece derecelendirme kuruluşları için değil, bağımsız denetim kuruluşları için de geçerli olan bu sorun, derecelendirme (veya denetim) şirketlerinin müşterilerinin bizzat derecelendirdikleri (veya denetledikleri) firmalar olması ve gelirlerinin bu kuruluşlardan sağlanmasıdır<sup>31</sup>.

Ayrıca derecelendirme kuruluşlarının birçoğu müşterilerine danışmanlık hizmeti de vermektedir. Bu durum müşterilere verilen derecelerin tarafsızlığı hakkında endişelerin oluşmasına yol açmaktadır.

Yukarıda bahsedilen tüm bu tartışmalar ülkemiz mevzuatında da yerini bulmuştur. Derecelendirme Tebliği'nin 15'inci maddesinde bağımsızlık ilkesinden bahsedilmekte olup, 16'ncı maddesinde ise bağımsızlığı ortadan kaldıran haller sayılmaktadır.

Derecelendirme Tebliği'nin 15'inci maddesine göre;

- Derecelendirme kuruluşları ile derecelendirme uzmanları, derecelendirme çalışmalarında bağımsız ve objektif olmak zorundadırlar. Bağımsızlık, mesleki faaliyetin

---

<sup>31</sup> Bu konuda Daily ve Dalton tarafından yapılan bir çalışmada, ISS tarafından verilen kurumsal yönetim uyum derecelerinden memnun olmayan şirketlerin ücretini ödeyerek ISS'in derecelendirme hizmetlerinden faydalanmak suretiyle kurumsal yönetim uygulamalarını ISS kriterlerine uygun bir şekilde iyileştirmelerinin ve daha sonra derecelerinin yükseltmesini talep etmelerinin eleştirildiğine değinilmiştir. (Daily, M. C. And Dan R. Dalton 2004 "The Ratings Game" Journal of Business Strategy, Vol.25, No.1, pp.7-8)

dürüst ve tarafsız yürütülmesini sağlayacak bir anlayış ve davranışlar bütünü olarak tanımlanmıştır.

- Derecelendirme uzmanlarının faaliyetleri sırasında, bireysel olarak dürüst ve tarafsız olmaları yanında, bağımsızlıklarını ortadan kaldıracabilecek özel durumların da bulunmaması gerekmektedir.

- Derecelendirme uzmanları çalışmalarını sırasında ortaya çıkabilecek çıkar çatışmalarından uzak kalmak, dürüstlük ve tarafsızlıklarını etkileyebilecek hiçbir müdahaleye imkan vermemek, inceleme sonucunda ulaştıkları görüşlerini, başkalarının doğrudan veya dolaylı çıkarlarını düşünmeksizin raporlarında açıklamak zorundadırlar.

- Derecelendirme kuruluşu ortakları, yöneticileri ve derecelendirme uzmanları derecelendirme hizmeti verdikleri dönemde bir başka derecelendirme kuruluşunda ve/veya sermaye piyasası kurumunda her ne unvanla olursa olsun görev alamaz ve ticaretle uğraşamazlar.

- Derecelendirme kuruluşu ortakları, yöneticileri ve derecelendirme uzmanları görevle ilişkilerinin kesilmesinden itibaren iki yıl geçmedikçe derecelendirme hizmeti verdikleri ortaklık ve sermaye piyasası kurumu ile bunların iştiraklerinde her ne unvanla olursa olsun görev alamaz ve ticaretle uğraşamazlar.

- Derecelendirme kuruluşları, ortakları, yöneticileri, derecelendirme uzmanları ve diğer çalışanları derecelendirme kuruluşunun derecelendirdiği ortaklar tarafından ihraç edilen sermaye piyasası araçlarına yatırım yapamazlar.

Yukarıda sayılan hükümlerin tümü, Türkiye’de kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi faaliyetinde bulunacak kişi ve kurumların bağımsızlıklarının sağlanmasına yönelik ilkelere aittir.

Derecelendirme Tebliği’nin 16’ncı maddesinde ise bağımsızlığı ortadan kaldıran haller sayılmıştır. Aşağıda belirtilen hallerden herhangi birinin varlığı durumunda, bağımsızlık ortadan kalkmış sayılmaktadır;

a. Derecelendirme kuruluşlarının ortakları, yöneticileri, denetçileri, derecelendirme uzmanları ile şirketin tüzel kişi ortaklarının yönetim kurulu üyeleri ile bunların üçüncü dereceye kadar kan ve sıhrî hısımları ile eşleri veya derecelendirme kuruluşları tarafından;

1. Derecelendirme sözleşmesinde öngörülenler dışında müşteriden veya müşteri ile ilgili olanlardan, doğrudan veya dolaylı olarak bir menfaat elde edildiğinin veya menfaat sağlanacağı vaadinin ortaya çıkması,

2. Müşteriyle, müşteriye hakim ortaklıklar veya müşterinin ortaklarıyla ya da müşterinin yönetim, denetim veya sermaye bakımlarından doğrudan veya dolaylı olarak bağlı bulunduğu ya da nüfuzu altında bulundurduğu gerçek veya tüzel kişilerle ortaklık ilişkisine girilmiş olduğunun belirlenmiş olması,

3. Müşteri ile iştiraklerinde kurucu, yönetim kurulu başkan veya üyesi, şirket müdürü veya yardımcısı olarak veya önemli karar yetki ve sorumluluğunu taşıyan başka sıfatlarla görev alınması,

4. Müşteriler veya iştirakleri ile olağan ekonomik ilişkiler dışında borç-alacak ilişkisine girilmiş olması.

b. Geçmiş yıllara ilişkin derecelendirme ücretinin, geçerli bir nedene dayanmaksızın, müşteri tarafından ödenmemesi,

c. Geçmiş yıllara ilişkin derecelendirme ücretinin, sözleşme ile belirlenenden daha az ya da daha fazla ödenmesi,

d. Derecelendirme ücretinin ödenmesinin derecelendirme sonuçları ile ilgili şartlara veya önceden kararlaştırılmış bir derecelendirme tahminine bağlanmış olması ya da derecelendirme işleminin tamamlanmasından sonra belirlenmesi veya piyasa rayicinden bariz farklılıklar göstermesi,

e. Kurulduktan sonra üçüncü hesap döneminden itibaren bir müşteriden elde edilen gelirin, o yıl sonu itibarıyla elde edilen dönem gelirlerinin %15'ini geçmesi.

### **4.3. Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Seviyesinin Nicelik Olarak Ölçülmesinde Yaşanan Sıkıntılar**

Kurumsal yönetim uyum derecelendirmesinde esas alınan birçok kriter tanımının yapılması zor, niteliksel kriterlerdir. Kurumsal yönetim kavramının başlıbaşına davranışsal bir kavram olmasından kaynaklanan bu durum, şirketlerin kurumsal yönetime uyumunun ölçülebilirliğini de zorlaştırmaktadır.

Örneğin SPK tarafından yayımlanan kurumsal yönetim ilkelerinden birkaçı şöyledir:

- Genel kurul toplantısında, gündemde yer alan konular tarafsız ve ayrıntılı bir şekilde, açık ve anlaşılır bir yöntemle aktarılır.

- Faaliyet raporu, kamuoyunun şirketin faaliyetleri hakkında her türlü bilgiye ulaşmasını sağlayacak ayrıntıda hazırlanır.

- Şirketin kurumsal yönetim uygulamaları, menfaat sahiplerini mevzuat ile düzenlenen veya henüz düzenlenmemiş haklarının garanti altına alınmasını sağlar.

- Şirket sosyal sorumluluklarına karşı duyarlı olur.
- Yönetim kurulu faaliyetlerini eşitlikçi, şeffaf, hesap verebilir ve sorumlu bir şekilde yürütür.
- Yönetim kurulu toplantıları etkin ve verimli bir şekilde planlanır ve gerçekleştirilir.
- Yönetim kurulu en üst düzeyde etki ve etkinlik sağlayacak şekilde yapılandırılır.
- Yöneticiler görevlerini adil, şeffaf, hesap verebilir ve sorumlu bir şekilde yürütürler.

Yukarıda verilen ilkelere yer alan “tarafsız, adil, şeffaf, etkin, verimli, eşitlikçi, hesap verebilir” sıfatları herkes tarafından kabul gören iyi yönetim ilkelerini oluşturmakla birlikte, bu kavramların tanımının yapılması, hele ki nicelik olarak ölçülmesi çok zordur. Örneğin yönetim kurulu toplantılarının verimli bir şekilde planlanmasını 5’lik bir skalaya oturtmak ve 1 ile 5 arasındaki her bir skalaya karşılık gelecek davranış kalıplarını belirlemek oldukça güçtür. Benzer bir durum şirketlerin sosyal sorumluluklarına karşı duyarlı olmasını öngören ilke için de geçerlidir. Bir derecelendirme firmasının şirketin bu ilke kapsamındaki performansını ölçebilmesi için yapması gereken ilk şey bu ilkenin ne şekilde uygulanacağını ve uygulanma derecelerini belirlemektir. Örneğin derecelendirme firması sosyal amaçlı dernek, vakıf vb kurumlara yapılan bağışların bu kapsamda ele alınması gerektiğine karar verebilir, bu durumda ise bağış tutarı için bir skala oluşturabilir. Ancak başlı başına bu faaliyet, sosyal sorumluluklara karşı duyarlılık kavramının içeriğini doldurmaya yetmeyecektir. Şirketin çalışanlarının eğitimine ayırdığı bütçe bu kapsamda değerlendirilebileceği gibi, temizlik ve arıtma konusundaki uygulamaları da sosyal sorumlulukla ilgilidir. Bu durumda bu kavramların tümünü birden kapsayacak bir kriter oluşturmak ve de bunu notlandırmak kolay olmayacaktır. Özellikle de ölçüm işleminin yukarıda gerekçeleri açıklandığı şekilde bağımsız derecelendirme kuruluşları tarafından gerçekleştirileceği, bu nedenle derecelendirme kuruluşunun şirketlerin kamuya açıklanmayan detay uygulamaları hakkında sınırlı bilgiye sahip olabildiği ya da hiç olmadığı dikkate alındığında işlem daha da zorlaşmaktadır.

Bu noktada belirtilmesi gereken önemli bir husus, yukarıda yer verilen örneklerin Türkiye’de geçerli kurumsal yönetim ilkelerinden alınmış olmasının, bu sorunun Türkiye’ye özgü bir sorun olduğu sonucuna yol açmaması gerektiğidir. Uluslararası literatürde sıkça tartışılan bu husus, sadece Türkiye’de değil, tüm ülkelerde geçerlidir.

Zira sorun ülke bazındaki özelliklerden değil, kurumsal yönetimin niceliksel olmayan, kavramsal yapısından kaynaklanmaktadır.

SPKı tarafından yayınlanan Kurumsal Yönetim İlkelerinde yukarıda belirtilen soyut ve nicelik olarak ölçülmesi zor kavramlar yer almakla birlikte diğer birçok ilkenin de oldukça detaylı olarak açıklandığı ve mümkün merteye somut davranışsal örnek ve açıklamalarla desteklendiği de görülmektedir. Örneğin ilkelerde yönetim kurulunda bağımsız üye bulunması gerektiği belirtilmiş ve bu ilkenin altında bir yönetim kurulu üyesinin bağımsız üye olarak nitelendirilmesi için gereken tüm şartlar (şirket veya iştirakleri ile son iki yıl içinde istihdam, sermaye veya ticaret anlamında bir menfaat ilişkisinin kurulmamış olması, belli bir pay grubunu temsilsen seçilmiş olmaması, şirketin danışmanlığını ve denetimini yapan kuruluşlarda çalışmıyor olması, şirketten yönetim kurulu üyeliği ücreti ve huzur hakkı dışında herhangi bir gelir elde etmiyor olması, vs.) tek tek sayılmıştır. Aynı durum diğer birçok ilke için de geçerlidir.

Sonuçta, kurumsal yönetim ilkelerinin nicelik olarak ölçülmesinde yaşanan sıkıntılara ilişkin olarak; konunun Türkiye'ye özgü bir durum olmadığı ve esas olarak kurumsal yönetim kavramının niceliksel olmayan yapısından kaynaklandığı söylenebilir. Söz konusu yapıya rağmen, SPKı tarafından yayınlanan Kurumsal Yönetim İlkeleri oldukça detaylı olarak açıklanmış ve somut davranışsal örnek ve açıklamalarla da desteklenmiştir.

#### **4.4. Tek Bir Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirme Sisteminin Tüm Şirketler İçin Geçerliliği**

Kurumsal yönetim uyum derecelendirme sistemlerine ilişkin olarak uluslararası platformlarda sıkça tartışılan konulardan bir diğeri ise tek bir derecelendirme sisteminin birçok ülkede ve birçok farklı sektörde faaliyet gösteren tüm şirketler için kullanılıp kullanılamayacağıdır.

Bu konudaki tartışmalar kaynağını kurumsal yönetim ilkeleri konusuna ilişkin benzer tartışmalardan almaktadır. Kurumsal yönetim ilkeleri belirlenirken faaliyet gösterilen ülke ya da sektör bazında bir ayrıma gidilmemektedir. Ancak, ekonomik koşullarda ülkeden ülkeye farklılıklar olabileceği gibi, her sektörün de kendine özgü şartları bulunmaktadır. Örneğin bağımsız yönetim kurulu üyesi sayısının birden çok olmasına ilişkin bir standart ABD gibi bir ekonomi için olağan bir kurumsal yönetim

standartı olarak karşılanabilirken, çoğunluğu aile şirketlerinden oluşan Türkiye ekonomisi için bu standart oldukça ağır kalmakta, tek bir bağımsız yönetim kurulu üyesinin varlığı bile başlı başına ortalamanın üstünde bir kurumsal yönetim uygulaması olabilmektedir.

Aynı durum kurumsal yönetim uyum derecelendirme sistemleri için de geçerlidir. Bir şirketin kurumsal yönetim uyum derecesi tespit edilirken esas alınacak kriterlerin ve yüzdelerin, şirketin ve içinde bulunulan sektörün yapısına göre ayarlanması daha sağlıklı sonuçlar alınmasını sağlayabilecektir. Derecelendirme şirketi tarafından belirlenen tek bir kriter setinin tüm şirketler için uygulanması, şirketlerin farklı faaliyet ve ihtiyaçlarına cevap veremeyecek bir derecelendirme sisteminin kullanılması demek olacaktır.

Ancak bu noktada belirtilmesi gereken bir husus da her bir sektör için kullanılacak kriterler bakımından farklılaşmaya gidilmesinin de başka sorunlara yol açabileceğidir. Bu durum her bir sektör için detaylı araştırma yapılmasını gerektirecek olup, bu daha fazla zaman ve kaynak ihtiyacını beraberinde getirecektir. Daha fazla zaman ve kaynak kullanımı ise kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi faaliyetinin maliyetlerini arttıracak, bu nedenle gerek şirketler bakımından, gerekse yatırımcılar bakımından erişilmesi daha güç bir analiz haline gelecektir. Ayrıca sektörel analizi daha sağlıklı hale getirecek bu tip bir uygulama farklı sektörlerde yer alan şirketlerin karşılaştırılmasını da zorlaştıracaktır. Şirketler arasında kolayca karşılaştırma yapabilmenin kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi faaliyetinin ortaya çıkış gerekçelerinden biri olduğu dikkate alındığında, bu oldukça önemli bir dezavantajdır.

Sonuç olarak, derecelendirme kuruluşları tarafından farklı ülke ve sektörlerde faaliyet gösteren tüm şirketler için tek bir derecelendirme sisteminin kullanılmasının birtakım sakıncaları olduğu açıktır. Ancak, yukarıda açıklanan nedenlerden dolayı, derecelendirme kuruluşları tarafından sektörel bazda kurumsal yönetim uyum derecelendirme metodolojilerinin geliştirilmesinin de karşılaştırma olanaklarının azalması ve maliyetlerin artması gibi dezavantajları vardır. Bu nedenle sektörel bazda farklılaşmaya gitmek yerine tek bir metodolojinin kullanılmasının, ancak hazırlanan kurumsal yönetim uyum raporlarında, sektöre ve ülkeye özgü uygulamalar hakkında açıklamaya yer verilmesinin uygun olacağı düşünülmektedir.

#### **4.5. Kurumsal Yönetim Uyum Derecelendirmesi Faaliyetinde Bulunan Kuruluşlar Tarafından Esas Alınan Kriterlerin ve Metodolojilerin Farklılıkları**

Yukarıda bazılarını açıkladığımız üzere her bir derecelendirme kuruluşu farklı metodolojiler kullanmakta, kurumsal yönetime uyum seviyesinin tespitinde farklı kriterleri esas almaktadır. Kurumsal yönetim uyum derecelerini tespit etmek için kullanılan ağırlıklar bakımından da derecelendirme kuruluşları arasında farklılıklar bulunmaktadır. Örneğin bir derecelendirme kuruluşu yönetim kurulu yapısı konusundaki kriterlere daha fazla ağırlık verirken, başka bir derecelendirme kuruluşu ortaklık hakları konusuna en yüksek ağırlığı vermektedir. Bunun sonucunda, aynı şirket için farklı derecelendirme kuruluşları tarafından verilen dereceler arasında farklılıklar oluşmaktadır. Örneğin Walt Disney şirketi ISS tarafından dahil olduğu S&P 500 endeksindeki 500 şirketin %90'ından ve medya şirketlerinin %100'ünden daha iyi kurumsal yönetim uygulamalarına sahip olarak nitelendirilmiştir. Bunun nedeni olarak ise Walt Disney'in sermayesinde, birçok medya şirketinin aksine, farklı oy haklarına sahip iki pay grubunun (imtiyazlı payların) olmaması ve yönetim kurulu başkanı ile genel müdürlük görevlerinin ayrıştırılacağına ilişkin yapılan açıklama gösterilmiştir. Ancak bir başka derecelendirme kuruluşu olan Morningstar tarafından Walt Disney'e oldukça düşük bir derece olan (D) verilmiştir. Morningstar'ın Walt Disney'e düşük bir not vermesinin nedeni olarak ise yöneticilerine verilen ücretlerin yüksek olması ve şirketin geçmişteki kurumsal yönetim ilkelerine uyum performansının düşük olması gösterilmiştir. Görüldüğü üzere, iki farklı derecelendirme kuruluşunun dikkat ettikleri kriterlerin farklılığı, aynı şirket için birbirinden farklı kurumsal yönetim uyum derecelerinin oluşturulmasına sebep olmuştur.

Derecelendirme şirketleri tarafından esas alınan kriterlerin ve metodolojilerin farklı olması, temelde esas alınan kurumsal yönetim ilkelerinin subjektif yapısından ve farklı algılanmasından kaynaklanmaktadır. Diğer bir deyişle, ölçülmek istenen kurumsal yönetim kavramının niceliksel değil niteliksel olması, tek bir tanımın, tek bir kriter grubunun oluşturulamaması, ölçüm metodolojilerinde ve ölçüm esnasında esas alınan kriterlerde farklılık oluşmasına yol açmaktadır.

Institute of International Finance tarafından Türkiye'deki kurumsal yönetim uygulamalarına ilişkin olarak hazırlanan raporda, halka açık şirketlerin yaklaşık yarısının bir aile tarafından (veya o ailenin sahibi olduğu başka bir şirket ya da holding) kontrol edildiği, bunun da çoğunlukla birden çok oy ve/veya yönetim kuruluna aday gösterme hakkına sahip imtiyazlı hisseler ile yapıldığı belirtilmekte ve bu durum azınlık haklarının



korunması bakımından eleştirilmekte, Türkiye'nin kurumsal yönetim konusundaki bir zayıflığı olarak ifade edilmektedir. Ancak hisse senetleri İMKB'de işlem gören Tansaş için Core Ratings tarafından hazırlanan kurumsal yönetim uyum derecelendirme raporunda<sup>32</sup>, bir aile tarafından imtiyazlı paylar vasıtasıyla kontrol edilen şirketin söz konusu yapısının, finansal denge sağladığı, özellikle fonlara erişim, yönetim becerileri ile personel ve bilgi teknolojileri konusunda grubun hizmetlerinden faydalanma olanağını tanıdığı ve şirketi ele geçirmelerden koruduğu belirtilmektedir. Institute of International Finance tarafından eleştirilen aile/holding yapısı, Core Ratings tarafından azınlık haklarının korunması için gerekli önlemler alındığı sürece Türk şirketler için net bir fayda olarak gösterilmiştir. Bu durumun, kurumsal yönetim ilkelerinin sübjektifliği konusunda açık bir örnek teşkil ettiği düşünülmektedir.

Kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi faaliyetinde bulunan kuruluşlar tarafından esas alınan kriterlerin ve metodolojilerin farklı olması, aynı şirketler için farklı derecelerin oluşmasına yol açmakta, bu durum gerek yatırımcıları gerekse şirketleri zor durumda bırakmaktadır. Yatırımcılar yatırım kararlarını verirken, özellikle de derecelendirme kuruluşlarının kriterlerini ve metodolojilerini açıklamadığı durumlarda, hangi derecelendirme kuruluşu tarafından yapılan dereceyi esas alacakları konusunda tereddüt etmektedirler. Şirketler ise iyi ve kötü yanlarının tespitinde zorlanmakta, kurumsal yönetim uygulamalarını iyileştirmek için hangi derecelendirme kuruluşunun önerisini dikkate almaları gerektiğini bilememektedirler.

Söz konusu problemlerin önlenmesi için derecelendirme kuruluşlarının esas aldıkları kriterleri ve derecelendirme metodolojilerini tümüyle kamuya açıklamaları bir çözüm yolu olarak önerilebilir. Ancak bu, derecelendirme kuruluşunun yaptığı çalışmalara ve zaman içinde elde ettiği deneyime dayanarak oluşturduğu bilgi birikiminin ve know-how'ının kamuya açıklanması anlamına gelecek, bu durum sektöre girecek derecelendirme kuruluşları için haksız kazanç sağlayabilecek ve sektörün gelişimini uzun vadede olumsuz etkileyebilecektir. Bu tip bir yaklaşımın yerine, derecelendirme kuruluşlarının derecelendirdikleri şirketler için ilgili dereceyi vermelerinde öne çıkan kritik etkenleri – olumlu ve olumsuz- açıklamalarının daha anlamlı olabileceği düşünülmektedir.

---

<sup>32</sup> Söz konusu rapor Ağustos 2003'de hazırlanmış olup, derecelendirme çalışmasının, uluslararası kriterler, SPK'nun Kurumsal Yönetim İlkeleri ve TÜSİAD'ın bu konudaki çalışmaları esas alınarak yapıldığı belirtilmiştir. Ancak Derecelendirme Tebliği'nin o tarihte yürürlükte olmaması nedeniyle, söz konusu raporun Derecelendirme Tebliği'nde belirtilen esaslara göre hazırlandığını söylemek mümkün olmamaktadır.

## 5. GENEL DEĞERLENDİRME VE SONUÇ

Uluslararası piyasalarda yaşanan Enron, Parmalat gibi şirket skandalları, şirketlerin yönetim kalitesinin sorgulanmaya başlanmasına neden olmuş ve kurumsal yönetim kavramını öne çıkarmıştır. Kurumsal yönetim kavramı ile aslında anlatılmak istenen, şirketlerde iyi yönetim olgusunun yerleştirilmesidir. Başka bir deyişle, şirket yöneticisinin doğru kararlar alabilmesi, demokratik katılım kanallarının açık olması, şirket yöneticilerinin aldığı kararlardan hissedarlar başta olmak üzere çıkarları etkilenebilecek herkesin şirket yönetimini denetleyebilmesi, şirketin keyfilikten uzak, hukuk ve kurallara bağlı, şeffaf bir biçimde yönetilmesidir.

Kurumsal yönetim kavramının gerek şirketler, gerekse yatırımcılar tarafından benimsenmesi, tarafları, şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarını standart, karşılaştırılabilir ve kolay anlaşılabilir şekilde tespit etmek için bir yol aramaya sevk etmiş, böylece kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi faaliyeti gündeme gelmiştir. Kurumsal yönetim uyum derecelendirmesini yönetim kalitesini sorgulayan ve ortakların haklarını gözeten bir bakış açısına sahip derecelendirme faaliyeti olarak nitelendirmek mümkündür. Birçok kredi derecelendirme şirketi, faaliyet alanlarını kurumsal yönetim uyum derecelendirmesini içerecek şekilde genişletmiş, ayrıca sadece bu konuda uzmanlaşmayı tercih eden derecelendirme kuruluşları da kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi hizmeti sunmaya başlamışlardır.

Kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi faaliyetinin yaygınlaşması ile birlikte, özellikle akademik platformlarda bu faaliyetle ilgili tartışma konuları da gündeme gelmiştir. Bunlardan ilki ve belki de en önemlisi olan, kurumsal yönetim uyum dereceleri ile şirket ve hisse senedi performansı arasındaki ilişkiye ilişkin tartışmada net bir sonuca ulaşılamamıştır. Ancak yapılan ampirik çalışmalarda, kurumsal yönetim uygulamalarının şirket ve hisse senedi performansına etkisinin olduğu, bu etkinin seviyesinin ise gerek şirketlerin faaliyet gösterdiği yasal ve ekonomik ortama, gerekse şirketin kendi içsel dinamiklerine göre farklılık gösterebileceği, ayrıca kurumsal yönetim uygulamaları adı altında belirlenen ve performans ile ilişkisi incelenen davranışların dikkatlice tanımlanması gerektiği, aksi takdirde yanıltıcı sonuçlar alınabileceği tespit edilmiştir.

Kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi faaliyetine ilişkin olarak yapılan tartışmalardan bir diğeri ise derecelendirme kuruluşlarının gözlem ve değerlendirme

yapmalarına ilişkin olarak ortaya atılan, bu şirketlerin değerlendirecekleri şirketlerle olan ilişkileridir. Burada tercih edilebilecek iki yaklaşımdan ilki derecelendirme kuruluşu ile şirketin yakın ilişkide olması, böylece derecelendirme kuruluşunun şirket hakkında yeterli bilgiye sahip olmasıdır. İkinci yaklaşım ise derecelendirme kuruluşunun şirketten tamamen bağımsız olması, böylece olası çıkar çatışmalarının önlenmesi ve derecelendirme kuruluşunun şirket hakkında objektif bir yorum yapmasının sağlanmasıdır. Türkiye’de ikinci yaklaşım benimsenmiş ve derecelendirme kuruluşlarının bağımsızlıklarının sağlanmasını teminen Derecelendirme Tebliği’ne gerekli hükümler konulmuştur.

Uluslararası alanda tartışılan başka bir konu ise kurumsal yönetim ilkelerine uyum seviyesinin nicelik olarak ölçülmesinde yaşanan sıkıntılar hakkındadır. Kurumsal yönetim uyum derecelendirmesinde esas alınan birçok kriter tanımının yapılması zor, niteliksel kriterlerdir. Kurumsal yönetim kavramının başlı başına davranışsal bir kavram olmasından kaynaklanan bu durum, şirketlerin kurumsal yönetime uyumunun ölçülebilirliğini de zorlaştırmaktadır. SPK tarafından yayınlanan Kurumsal Yönetim İlkeleri bu açıdan incelendiğinde, ilkelerde “tarafsız, adil, şeffaf, etkin, verimli, eşitlikçi, hesap verebilir” gibi somut bir davranış şekli olarak tanımının yapılması zor, bir skalaya oturtulması ve nicelik olarak ölçülmesi oldukça güç olan ifadelerin yer aldığı görülmektedir. Ancak dikkat edilmesi gereken bir husus, sorunun sadece Türkiye’de değil, tüm ülkelerde geçerli olduğu, zira ülke bazındaki özelliklerden değil, kurumsal yönetim kavramının niceliksel olmayan, kavramsal yapısından kaynaklandığıdır. Ancak sonuçta SPK tarafından Kurumsal Yönetim İlkeleri hazırlanırken ilkelerin oldukça detaylı olarak açıklandığı ve mümkün mertebe somut davranışsal örnek ve açıklamalarla da desteklendiği söylenebilir.

Kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi ile ilgili olarak yapılan diğer tartışmalar, derecelendirme kuruluşları tarafından kullanılan metodolojilere ilişkindir. Bunlardan ilki bir derecelendirme kuruluşu tarafından benimsenen tek bir derecelendirme sisteminin birçok ülkede ve birçok farklı sektörde faaliyet gösteren tüm şirketler için kullanılıp kullanılmayacağıdır. Farklı ülke ve sektörlerde faaliyet gösteren tüm şirketler için tek bir derecelendirme sisteminin kullanılmasının sektöre özgü kriterlerin öne çıkarılamaması gibi birtakım sakıncaları olduğu açıktır. Ancak, derecelendirme kuruluşları tarafından sektörel bazda kurumsal yönetim uyum derecelendirme metodolojilerinin geliştirilmesinin de karşılaştırma olanaklarının azalması ve maliyetlerin artması gibi dezavantajları vardır. Bu nedenle sektörel bazda

farklılaşmaya gitmek yerine tek bir metodolojinin kullanılmasının, ancak hazırlanan kurumsal yönetim uyum raporlarında, sektöre ve ülkeye özgü uygulamalar hakkında açıklamaya yer verilmesinin uygun olacağı düşünülmektedir.

Kurumsal yönetim uyum derecelendirme metodolojilerine ilişkin olarak tartışılan ikinci konu ise farklı derecelendirme kuruluşları tarafından esas alınan kriterlerin ve metodolojilerin farklı olmasıdır. Bu durum temelde esas alınan kurumsal yönetim ilkelerinin sübjektif yapısından ve farklı algılanmasından kaynaklanmaktadır. Diğer bir deyişle, ölçülmek istenen kurumsal yönetim kavramının niceliksel değil niteliksel olması, tek bir tanımın, tek bir kriter grubunun oluşturulamaması, ölçüm metodolojilerinde ve ölçüm esnasında esas alınan kriterlerde farklılık oluşmasına, böylece aynı şirket için birden fazla derecelendirme kuruluşu tarafından farklı dereceler verilmesine yol açmaktadır. Yatırımcılar yatırım kararlarını verirken, hangi derecelendirme kuruluşu tarafından yapılan dereceyi esas alacakları konusunda tereddüt etmekte, şirketler ise iyi ve kötü yanlarının tespitinde zorlanmakta, kurumsal yönetim uygulamalarını iyileştirmek için hangi derecelendirme kuruluşunun önerilerini dikkate almaları gerektiğini bilememektedirler. Söz konusu problemlerin önlenmesi için derecelendirme kuruluşlarının derecelendirdikleri şirketler için ilgili dereceyi vermelerinde öne çıkan kritik etkenleri – olumlu ve olumsuz- açıklamaları faydalı olacaktır.

Kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi konusunda Türkiye'deki gelişmeler incelendiğinde, uluslararası piyasalarda yaşanan tüm gelişmeleri yakından takip eden ve Türkiye'ye getiren SPK'nun Temmuz 2003'de Kurumsal Yönetim İlkeleri'ni yayınladıktan hemen sonra Aralık 2003'de kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi faaliyeti ile bu faaliyette bulunacak kuruluşlara ilişkin esasları belirlemek amacıyla Derecelendirme Tebliği'ni yürürlüğe koyduğu görülmektedir. Ayrıca şirketlerin Kurumsal Yönetim İlkelerini uygulamalarını teşvik edici nitelikte düzenlemeler yapılmasını yararlı gören SPK tarafından İMKB ile birlikte yürütülen çalışmalar sonucunda, Kurumsal Yönetim İlkelerinde yer alan prensipleri uygulayan şirketlere yönelik olarak İMKB bünyesinde Kurumsal Yönetim Endeksi adıyla ayrı bir endeks oluşturulmuş, endekse dahil olmak için Derecelendirme Tebliği çerçevesinde derecelendirme yaptırma ve kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirme notunun en az 6 olması zorunluluğu getirilmiş, ayrıca endekse dahil olacak şirketler için kotta kalma ve kayıta kalma ücretlerinde %50 indirim olanağı sağlanmıştır.

Öte yandan kurumsal yönetim ile kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi kavramları BK'da yapılan değişiklikle sermaye piyasası mevzuatı dışında bankacılık mevzuatında da yer almıştır. Ayrıca TTK tasarısında da kurumsal yönetime ilişkin birçok hükmün bulunduğu görülmektedir.

Gerek sermaye piyasası mevzuatında gerekse diğer mevzuatlarda yapılan/yapılacak olan değişiklikler kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi faaliyetinin Türkiye'de gelişmesi için önemli adımlar olarak sayılabilir. Ancak tüm bu gelişmelere rağmen, kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi faaliyeti henüz Türkiye'de yaygınlaşmamış ve Derecelendirme Tebliği yürürlüğe girdikten sonra İMKB'de işlem gören hiçbir şirket kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi yaptırdığına ilişkin bir bilgiyi kamuya açıklamamıştır. İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi ise endekse dahil edilebilecek yeterli sayıda şirketin bulunmaması nedeniyle henüz hesaplanmaya başlanamamıştır.

Yukarıda kısaca özetlenen ve çalışmanın içinde detaylı olarak açıklanan tartışmaların Türkiye'deki kurumsal yönetim uyum derecelendirme faaliyetlerinde de geçerli olduğu düşünülmele birlikte, bunların Türkiye'de kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi faaliyetinin yaygınlaşmaması için bir gerekçe olmadığı düşünülmektedir.

Türkiye'de kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi faaliyetinin yaygınlaşmamasının temel nedenlerinin kurumsal yönetim kavramının yeni olması ve menfaat sahipleri tarafından öneminin yeterince anlaşılması olduğu düşünülmektedir. Çalışmanın önceki bölümlerinde de açıklandığı üzere, Türkiye'de yönetim kurulu yapısı, eşit ortaklık hakları ve şeffaflık konusunda atılması gereken önemli adımlar bulunmaktadır. Türk şirketlerinin aile şirketi olması kurumsal yönetim ilkelerinin birçoğuna uyumu zorlaştırmaktadır. Ancak sorun sadece şirketlerin kurumsal yönetim ilkeleri ile bağdaşmayan yapısından kaynaklanmamakta, piyasanın özellikle de küçük yatırımcının bu yönde bir talebi bulunmamaktadır. Yatırımcıların kurumsal yönetim konusundaki ilgisizliği, şirketlerin kurumsal yönetim uygulamalarını hayata geçirmek için istekli davranmamasına sebep olmaktadır. Yurtdışında kurumsal yönetim uyum derecelerini aslen talep eden büyük kurumsal yatırımcıların da Türkiye'de az olmasının ve yabancı yatırımların seviyesinin düşük olmasının da, şirketlerin kurumsal yönetim uyum raporu hazırlatmakta isteksiz olmasının başka bir nedeni olduğu düşünülmektedir. Bu durumda *Türkiye'de kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi faaliyetinin*

*yaygınlaşması için esas olarak yapılması gereken derecelendirmenin dayanağı olan kurumsal yönetim kavramının hak ettiği öneme kavuşturulmasıdır. Bu tek başına SPKr veya diğer bir düzenleyici otorite tarafından tek başına gerçekleştirilebilecek bir olgu değildir. Yatırımcıların, hatta tüm menfaat sahiplerinin bu konuda bilinçlendirilmesi gerekmekte olup, bu uzun zaman alacak bir süreçtir. Ancak bu şekilde yatırımcılar şirketleri kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi yaptırmaya teşvik edecek, şirketler de piyasada alacakları olumlu kurumsal yönetim uyum derecelerinin karşılığını bulabilecekleri düşüncesiyle derecelendirme işleminin maliyetine katlanmayı kabullenecektir. Piyasanın bilinçlendirilmesi için SPKr'nun, yapılacak yatırımcıyı bilgilendirme seminerlerinde kurumsal yönetim ve kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi konusuna yer verilmesi, bu konuya ilişkin toplantı ve seminerlerin düzenlenmesi, basın açıklamaları ve sair yollarla kurumsal yönetim konusunu kamuoyunda daha sık gündeme getirmesi gerekmektedir.*

*Öte yandan şirketler tarafından kurumsal yönetim uyum derecelendirmesi yaptırılmasının özendirilmesi için, işlemin yüksek maliyetleri ve mevcut kotta/kayıtta kalma ücretleri üzerinden yapılan %50 oranındaki indirim maliyetlere kıyasla çok düşük bir tutara karşılık geldiği dikkate alınarak, hisse senetleri İMKB'de işlem gören şirketlerden Kurumsal Yönetim Endeksine girmek için gereken şartları taşıyanlara indirim oranının %50'nin üzerine çıkarılması gibi ilave kolaylıklar getirilmesi faydalı olacaktır.*

Son olarak, halka açık bankaların kurumsal yönetime ilişkin yapı ve süreçleri ile bunlara ilişkin ilkelerin, BDDKr tarafından belirlenmesine ve kurumsal yönetim ilkelerine uyum seviyesinin gözetim, tahlil ve ölçümünün BDDKm tarafından yapılmasına ilişkin olarak; BDDKr'nın bankalar tarafından uygulanacak kurumsal yönetim ilkelerinin henüz belirlemediği ve BK uyarınca SPKr'nun bu husustaki görüşünü alması gerektiği dikkate alınarak, BDDKr'ya verilecek olan görüşte, bankalar için geçerli olacak kurumsal yönetim ilkeleri ve bu ilkelere uyum seviyesinin gözetim, tahlil ve ölçümü için kullanılacak metodoloji belirlenirken, SPKr tarafından belirlenen kurumsal yönetim ilkelerinin mümkün olduğunca dikkate alınmasının, bu ilkeler ile BDDKr'nın belirleyeceği ilkeler arasında farklılık bulunması halinde söz konusu farklılıkların kamunun aydınlatılmasını teminen kamuya açıklanmasının uygun olacağı hususlarına yer verilmesi uygun olacaktır.

## KAYNAKÇA

ARARAT, Melsa ve M. UĞUR

2003 “Corporate Governance in Turkey: An Overview and Some Policy Recommendations” Corporate Governance Cilt 3. Sayı 1. S.58-75

BAUER, Rob ve N. GUENSTER

2003 “Good Corporate Governance Pays Off!: Well-governed Companies Perform Better on the Stock Market” Araştırma Raporu

BOOT, Arnoud W.A ve J.R. MACEY

2003 “Monitoring Corporate Performance: The Role of Objectivity, Proximity and Adaptability in Corporate Governance” Cornell Law Review, Cilt 89, Sayı 2

BROWN, Lawrence D. ve M.L. CAYLOR

2004 “Corporate Governance and Firm Performance” Araştırma Raporu

DRAKE, D.S.

2003 “Are You Ready for the Ratings Game? The Corporate Governance Rating Phenomenon”, The Corporate Governance Advisor, Cilt 11. Sayı 1. S.20-25

HERMANSON, Dana R.

2004 “Corporate Governance Ratings: Good or Bad?” Internal Auditing Cilt 19. sayı 6. S.37-40

INSTITUTE OF INTERNATIONAL FINANCE

2005 “Corporate Governance in Turkey: An Investor Practice” Task Force Report

MALLIN, Christina A.

2004 Corporate Governance Oxford University Press

McGURN, Patrick S.

2003 “Keeping Score: Rating Governance in the Post-Enron World” Corporate Governance: A Guide to Corporate Accountability S.104-107

McKINSEY & COMPANY

2002 Global Investor Opinion Survey: Key Findings

[www.mckinsey.com/governance](http://www.mckinsey.com/governance)

SERMAYE PİYASASI KURULU

2003 Kurumsal Yönetim İlkeleri [www.spk.gov.tr](http://www.spk.gov.tr)

SONNENFELD, Jeffrey

2004 “Good Governance and the Misleading Myths of Bad Metrics” Academy of Management Executive, Cilt 18. Sayı 1. S.108-113

STANDARD & POOR’S

2004 “Standard & Poor’s Corporate Governanace Scores and Evaluations : Criteria, Methodology and Definitions”, [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com)

ŞEHİRLİ, Kübra

1999 “Kurumsal Yönetim” SPK’r Yeterlik Etüdü

TONSICK, John L.

2003 “Corporate Governance Ratings: What Do They Mean?” Corporate Board Cilt 24. Sayı 140. S.7-10

TSİPOURİ, Lena ve M. ZANTHAKİS

2004 “Can Corporate Governance Be Rated? Ideas Based on the Greek Experience”, Corporate Governance: An International Review, Cilt 12. Sayı 1. S.16-28

VAN DEN BERGHE, L.A.A. and A. LEVRAU

2003 “Measuring the Quality of Corporate Governance: In Search of a Tailormade Approach”, Journal of General Management, Cilt 28. Sayı 3. S.71-86

[www.spk.gov.tr](http://www.spk.gov.tr) [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com) [www.issproxy.com](http://www.issproxy.com)  
[www.corpgov.net](http://www.corpgov.net) [www.coreratings.com](http://www.coreratings.com) [www.deminorating.com](http://www.deminorating.com)  
[www.gmiratings.com](http://www.gmiratings.com) [www.crisilonline.com](http://www.crisilonline.com) [www.thecorporatelibrary.com](http://www.thecorporatelibrary.com)



**TABLO 1****KURUMSAL YÖNETİM UYUM DERECELENDİRME METODOLOJİLERİ**

	<b>Standard &amp; Poor's</b>	<b>Deminor Ratings</b>	<b>Institutional Shareholder Services</b>	<b>Governance Metrics International</b>	<b>CRISIL</b>
<b>Ana bölüm sayısı</b>	4	4	4	6	5
<b>Ana bölümler</b>	1. Ortaklık yapısı ve dış etkenler 2. Ortakların hakları ve menfaat sahipleri ile ilişkiler 3. Şeffaflık, kamuyu aydınlatma ve denetim 4. Yönetim kurulu yapısı ve etkinliği	1. Ortakların hak ve yükümlülükleri 2. Ele geçirme karşıtı önlemler 3. Yönetim konusunda kamuyu aydınlatma 4. Yönetim kurulu yapısı	1. Yönetim kurulu 2. Denetim 3. Ele geçirme karşıtı önlemler 4. Yönetici ücret politikaları	1. Yönetim kurulunun sorumlu tutulabilirliği 2. Finansal açıdan kamuyu aydınlatma ve iç kontrol sistemleri 3. Ortakların hakları 4. Yöneticilerin ücretlendirilme politikaları 5. Ortaklık yapısı ve hakimiyet olanakları 6. Kurumsal davranış 7. Kurumsal sosyal sorumluluk	1. Tüm ortaklara eşit davranış 2. Hissedarların sahiplik hakları 3. Şeffaflık ve kamuyu aydınlatma (finansal ve operasyonel açıdan) 4. Yönetim kurulunun yapısı 5. Yönetim kurulunun işleyişi
<b>Kriter sayısı</b>	37	> 300	63	Açıklanmamıştır	Açıklanmamıştır
<b>Verilen derece</b>	1-10 (10 en yüksek)	0-10 (10 en yüksek)	%1-%100 (%100 en yüksek)	1-10 (10 en yüksek)	1-8 (1 en yüksek)
<b>Kullanılan veriler</b>	Kamuya açık bilgiler ve şirket yetkilileri ile yapılan görüşmelerde edinilen bilgiler	Kamuya açık bilgiler	Kamuya açık bilgiler	Kamuya açık bilgiler	Kamuya açık bilgiler ve şirket yetkilileri ile yapılan görüşmelerde edinilen bilgiler

**TABLO 2**

<b>ULUSAL PAZAR'DA YER ALAN ŞİRKETLERİN 31.12.2004 TARİHİ İTİBARIYLA SERMAYELERİ, KOTTA KALMA ÜCRETLERİ VE KURUMSAL YÖNETİM ENDEKSİNE KATILMA AVANTAJLARI</b>						
	<b>ŞİRKET</b>	<b>SERMAYE (31.12.2004) (YTL)</b>	<b>KOTTA KALMA ÜCRETİ (YTL)</b>		<b>ENDEKS AVANTAJI</b>	
			<b>NORMAL</b>	<b>KURUMSAL YÖNETİM ENDEKSİ</b>	<b>YTL</b>	<b>USD</b>
1	İŞ BANKASI	1.640.757.270	410.189	205.095	205.095	152.748
2	AKBANK	1.500.000.000	375.000	187.500	187.500	139.644
3	TURKCELL	1.474.639.361	368.660	184.330	184.330	137.283
4	SABANCI HOLDİNG	1.200.000.000	300.000	150.000	150.000	111.715
5	GARANTİ BANKASI	1.200.000.000	300.000	150.000	150.000	111.715
6	KOÇ HOLDİNG	789.750.000	197.438	98.719	98.719	73.523
7	YAPI VE KREDİ BANK.	752.344.693	188.086	94.043	94.043	70.040
8	DOĞAN HOLDİNG	735.288.208	183.822	91.911	91.911	68.452
9	FİNANSBANK	590.000.000	147.500	73.750	73.750	54.927
10	EREĞLİ DEMİR CELİK	487.872.000	121.968	60.984	60.984	45.419
11	TOFAŞ OTO. FAB.	450.000.000	112.500	56.250	56.250	41.893
12	ŞİŞE CAM	423.500.000	105.875	52.938	52.938	39.426
13	HÜRRİYET GZT.	416.742.560	104.186	52.093	52.093	38.797
14	ARÇELİK	399.960.000	99.990	49.995	49.995	37.235
15	İHLAS HOLDİNG	394.640.974	98.660	49.330	49.330	36.739
16	DIŞBANK	363.944.000	90.986	45.493	45.493	33.882
17	PETROL OFİSİ	345.000.000	86.250	43.125	43.125	32.118
18	İŞ GMYO	329.966.000	82.492	41.246	41.246	30.719
19	TANSAŞ	319.302.379	79.826	39.913	39.913	29.726
20	DOĞAN YAYIN HOL.	300.093.885	75.023	37.512	37.512	27.938
21	FORD OTOSAN	292.425.000	73.106	36.553	36.553	27.224
22	DENİZBANK	290.000.000	72.500	36.250	36.250	26.998
23	TÜPRAŞ	250.419.200	62.605	31.302	31.302	23.313
24	ÜLKER GIDA	238.700.000	59.675	29.838	29.838	22.222
25	TRAKYA CAM	227.600.000	56.900	28.450	28.450	21.189
26	ALTERNATİFBANK	220.000.000	55.000	27.500	27.500	20.481
27	AYGAZ	217.052.223	54.263	27.132	27.132	20.207
28	KARDEMİR	206.771.813	51.693	25.846	25.846	19.250
29	PETKİM	204.750.000	51.188	25.594	25.594	19.061
30	ECZACIBAŞI İLAÇ	182.736.000	45.684	22.842	22.842	17.012
31	SASA	180.250.000	45.063	22.531	22.531	16.781
32	TÜRK HAVA YOLLARI	175.000.000	43.750	21.875	21.875	16.292
33	BEKO ELEKTRONİK	174.000.000	43.500	21.750	21.750	16.199
34	AKÇANSA	166.475.712	41.619	20.809	20.809	15.498
35	VESTEL	159.099.887	39.775	19.887	19.887	14.812
36	ADANA ÇİMENTO	157.434.000	39.359	19.679	19.679	14.656
37	AKSİGORTA	153.000.000	38.250	19.125	19.125	14.244
38	ANADOLU CAM	151.431.691	37.858	18.929	18.929	14.098
39	T.KALKINMA BANK.	150.000.000	37.500	18.750	18.750	13.964
40	T.S.K.B.	142.500.000	35.625	17.813	17.813	13.266
41	MİGROS	137.700.000	34.425	17.213	17.213	12.819

**TABLO 2**  
**ULUSAL PAZAR'DA YER ALAN ŞİRKETLERİN 31.12.2004 TARİHİ İTİBARIYLA SERMAYELERİ, KOTTA KALMA ÜCRETLERİ VE KURUMSAL YÖNETİM ENDEKSİNE KATILMA AVANTAJLARI**

	ŞİRKET	SERMAYE (31.12.2004) (YTL)	KOTTA KALMA ÜCRETİ (YTL)		ENDEKS AVANTAJI	
			NORMAL	KURUMSAL YÖNETİM ENDEKSİ	YTL	USD
42	DYO BOYA	129.394.842	32.349	16.174	16.174	12.046
43	TEKSTİLBANK	122.500.000	30.625	15.313	15.313	11.404
44	ÇİMSA	121.305.600	30.326	15.163	15.163	11.293
45	ANADOLU EFES	112.876.818	28.219	14.110	14.110	10.508
46	NET HOLDİNG	112.814.000	28.204	14.102	14.102	10.503
47	BOLU ÇİMENTO	112.000.000	28.000	14.000	14.000	10.427
48	DOĞUŞ OTOMOTİV	110.000.000	27.500	13.750	13.750	10.241
49	KORDSA SABANCI DUPONT	108.376.380	27.094	13.547	13.547	10.089
50	YAPI KREDİ FİN.KİR.	102.000.000	25.500	12.750	12.750	9.496
51	UZEL MAKİNA	100.050.000	25.013	12.506	12.506	9.314
52	GİMA	100.000.000	25.000	12.500	12.500	9.310
53	ENKA İNŞAAT	100.000.000	25.000	12.500	12.500	9.310
54	ANADOLU SİGORTA	100.000.000	25.000	12.500	12.500	9.310
55	ANADOLU HAYAT EMEK.	100.000.000	25.000	12.500	12.500	9.310
56	ÜNYE ÇİMENTO	95.151.117	23.788	11.894	11.894	8.858
57	TAT KONSERVE	86.041.814	21.510	10.755	10.755	8.010
58	ŞEKERBANK	85.000.000	21.250	10.625	10.625	7.913
59	MENDERES TEKSTİL	84.041.700	21.010	10.505	10.505	7.824
60	ZORLU ENERJİ	81.665.350	20.416	10.208	10.208	7.603
61	YAPI KREDİ SİGORTA	80.000.000	20.000	10.000	10.000	7.448
62	GSD HOLDİNG	80.000.000	20.000	10.000	10.000	7.448
63	GOLDAS KUYUMCULUK	80.000.000	20.000	10.000	10.000	7.448
64	BANVİT	80.000.000	20.000	10.000	10.000	7.448
65	DOĞAN GAZETECİLİK	78.000.000	19.500	9.750	9.750	7.261
66	NUH ÇİMENTO	75.106.800	18.777	9.388	9.388	6.992
67	GÜNEŞ SİGORTA	75.000.000	18.750	9.375	9.375	6.982
68	GLOBAL YAT. HOLDİNG	75.000.000	18.750	9.375	9.375	6.982
69	GARANTİ GMYO	73.800.000	18.450	9.225	9.225	6.870
70	BOSSA	67.500.000	16.875	8.438	8.438	6.284
71	AK ENERJİ	65.340.000	16.335	8.168	8.168	6.083
72	BATI ÇİMENTO	64.400.000	16.100	8.050	8.050	5.995
73	DÖKTAŞ	63.360.000	15.840	7.920	7.920	5.899
74	ATAKULE GMYO	63.000.000	15.750	7.875	7.875	5.865
75	SODA SANAYİİ	62.630.000	15.658	7.829	7.829	5.831
76	İZMİR DEMİR ÇELİK	62.250.000	15.563	7.781	7.781	5.795
77	MARMARİS MARTI	60.000.000	15.000	7.500	7.500	5.586
78	BOYNER MAĞAZACILIK	59.400.000	14.850	7.425	7.425	5.530
79	T.EKONOMİ BANK.	57.800.000	14.450	7.225	7.225	5.381
80	ECZACIBAŞI YAPI	56.250.000	14.063	7.031	7.031	5.237
81	BATISÖKE ÇİMENTO	56.250.000	14.063	7.031	7.031	5.237
82	MARDİN ÇİMENTO	56.000.000	14.000	7.000	7.000	5.213

**TABLO 2**  
**ULUSAL PAZAR'DA YER ALAN ŞİRKETLERİN 31.12.2004 TARİHİ İTİBARIYLA SERMAYELERİ, KOTTA KALMA ÜCRETLERİ VE KURUMSAL YÖNETİM ENDEKSİNE KATILMA AVANTAJLARI**

	ŞİRKET	SERMAYE (31.12.2004) (YTL)	KOTTA KALMA ÜCRETİ (YTL)		ENDEKS AVANTAJI	
			NORMAL	KURUMSAL YÖNETİM ENDEKSİ	YTL	USD
83	ACIBADEM SAĞLIK	54.000.000	13.500	6.750	6.750	5.027
84	SÖNMEZ FİLAMANT	53.760.000	13.440	6.720	6.720	5.005
85	EGE SERAMİK	52.632.000	13.158	6.579	6.579	4.900
86	ALKİM KAĞIT	52.500.000	13.125	6.563	6.563	4.888
87	SARKUYSAN	50.000.000	12.500	6.250	6.250	4.655
88	PARK ELEK.MADENCİLİK	48.000.000	12.000	6.000	6.000	4.469
89	DEVA HOLDİNG	48.000.000	12.000	6.000	6.000	4.469
90	TÜRK TRAKTÖR	47.000.000	11.750	5.875	5.875	4.376
91	T.TUBORG	46.498.400	11.625	5.812	5.812	4.329
92	T.DEMİR DÖKÜM	45.000.000	11.250	5.625	5.625	4.189
93	PINAR SÜT	44.951.051	11.238	5.619	5.619	4.185
94	HEKTAŞ	43.381.450	10.845	5.423	5.423	4.039
95	PINAR ET VE UN	43.335.000	10.834	5.417	5.417	4.034
96	FİNANS FİN. KİR.	43.000.000	10.750	5.375	5.375	4.003
97	DESA DERİ	42.000.000	10.500	5.250	5.250	3.910
98	TUKAŞ	40.650.296	10.163	5.081	5.081	3.784
99	BSH PROFİLO	40.018.672	10.005	5.002	5.002	3.726
100	YAPI KREDİ KORAY GMYO	40.000.000	10.000	5.000	5.000	3.724
101	VİKİNG KAĞIT	39.712.680	9.928	4.964	4.964	3.697
102	TİRE KUTSAN	39.545.214	9.886	4.943	4.943	3.682
103	PİRELLİ KABLO	39.312.000	9.828	4.914	4.914	3.660
104	ARSAN TEKSTİL	37.800.000	9.450	4.725	4.725	3.519
105	ALTINYILDIZ	36.251.712	9.063	4.531	4.531	3.375
106	SANKO PAZARLAMA	36.225.000	9.056	4.528	4.528	3.372
107	MİLPA	36.130.406	9.033	4.516	4.516	3.364
108	BURSA ÇİMENTO	35.271.936	8.818	4.409	4.409	3.284
109	KARSU TEKSTİL	35.100.498	8.775	4.388	4.388	3.268
110	LİO YAĞ	33.000.000	8.250	4.125	4.125	3.072
111	OLMUKSA	32.602.500	8.151	4.075	4.075	3.035
112	ÇİMENTAŞ	31.500.000	7.875	3.938	3.938	2.933
113	İŞ YAT. ORT.	30.000.000	7.500	3.750	3.750	2.793
114	DENTAŞ AMBALAJ	30.000.000	7.500	3.750	3.750	2.793
115	ASELSAN	29.403.000	7.351	3.675	3.675	2.737
116	YÜNŞA	29.160.000	7.290	3.645	3.645	2.715
117	RAY SİGORTA	29.018.099	7.255	3.627	3.627	2.701
118	BORUSAN MANNESMANN	28.350.000	7.088	3.544	3.544	2.639
119	BORUSAN YAT. PAZ.	28.125.000	7.031	3.516	3.516	2.618
120	DEMİSAŞ DÖKÜM	28.000.000	7.000	3.500	3.500	2.607
121	AKSA	27.156.288	6.789	3.395	3.395	2.528
122	ARAT TEKSTİL	27.000.000	6.750	3.375	3.375	2.514

**TABLO 2**  
**ULUSAL PAZAR'DA YER ALAN ŞİRKETLERİN 31.12.2004 TARİHİ İTİBARIYLA SERMAYELERİ, KOTTA KALMA ÜCRETLERİ VE KURUMSAL YÖNETİM ENDEKSİNE KATILMA AVANTAJLARI**

	ŞİRKET	SERMAYE (31.12.2004) (YTL)	KOTTA KALMA ÜCRETİ (YTL)		ENDEKS AVANTAJI	
			NORMAL	KURUMSAL YÖNETİM ENDEKSİ	YTL	USD
123	EFES HOLDİNG	26.699.400	6.675	3.337	3.337	2.486
124	YAPI KREDİ YAT.ORT.	26.640.000	6.660	3.330	3.330	2.480
125	TURCAS PETROL	26.330.233	6.583	3.291	3.291	2.451
126	AKIN TEKSTİL	25.200.000	6.300	3.150	3.150	2.346
127	İŞ FİN.KİR.	25.000.000	6.250	3.125	3.125	2.327
128	FENERBAHÇE SPORTİF	25.000.000	6.250	3.125	3.125	2.327
129	CEYTAŞ MADENCİLİK	24.960.000	6.240	3.120	3.120	2.324
130	NET TURİZM	24.822.000	6.206	3.103	3.103	2.311
131	ALKİM KİMYA	24.725.000	6.181	3.091	3.091	2.302
132	KENT GIDA	24.509.143	6.127	3.064	3.064	2.282
133	OTOKAR	24.000.000	6.000	3.000	3.000	2.234
134	KRİSTAL KOLA	24.000.000	6.000	3.000	3.000	2.234
135	GENTAŞ	23.452.416	5.863	2.932	2.932	2.183
136	ÜNAL TARIM ÜRÜN.	22.800.000	5.700	2.850	2.850	2.123
137	İŞ GİRİŞİM	22.500.000	5.625	2.813	2.813	2.095
138	GÜBRE FABRİK.	22.498.573	5.625	2.812	2.812	2.095
139	ÇEMTAŞ	22.464.000	5.616	2.808	2.808	2.091
140	İHLAS GMYO	22.108.353	5.527	2.764	2.764	2.058
141	PENGÜEN GIDA	22.000.000	5.500	2.750	2.750	2.048
142	ALCATEL TELETAS	22.000.000	5.500	2.750	2.750	2.048
143	ALTINYAĞ	21.261.139	5.315	2.658	2.658	1.979
144	İZOCAM	21.000.000	5.250	2.625	2.625	1.955
145	AVİVA SİGORTA	20.500.000	5.125	2.563	2.563	1.908
146	YAZICILAR HOLDİNG	20.475.019	5.119	2.559	2.559	1.906
147	MERKO GIDA	20.377.128	5.094	2.547	2.547	1.897
148	IŞIKLAR AMBALAJ	19.969.471	4.992	2.496	2.496	1.859
149	ECZACIBAŞI YATIRIM	19.800.000	4.950	2.475	2.475	1.843
150	KARSAN OTOMOTİV	19.200.000	4.800	2.400	2.400	1.787
151	ERSU GIDA	18.792.000	4.698	2.349	2.349	1.749
152	MENSA MENSUCAT	18.700.000	4.675	2.338	2.338	1.741
153	DOĞAN BURDA	18.283.125	4.571	2.285	2.285	1.702
154	İHLAS EV ALETLERİ	18.225.000	4.556	2.278	2.278	1.697
155	PİMAŞ	18.000.000	4.500	2.250	2.250	1.676
156	OKAN TEKSTİL	18.000.000	4.500	2.250	2.250	1.676
157	AK YAT.ORT.	18.000.000	4.500	2.250	2.250	1.676
158	İNDEKS BİLGİSAYAR	17.600.000	4.400	2.200	2.200	1.638
159	EDİP İPLİK	17.595.000	4.399	2.199	2.199	1.638
160	DARDANEL	17.399.040	4.350	2.175	2.175	1.620
161	YATAŞ	17.010.000	4.253	2.126	2.126	1.584
162	TEKSTİL FİN. KİR.	17.000.000	4.250	2.125	2.125	1.583
163	ANADOLU ISUZU	16.946.471	4.237	2.118	2.118	1.578
164	METEMTEKS	16.743.300	4.186	2.093	2.093	1.559

**TABLO 2**  
**ULUSAL PAZAR'DA YER ALAN ŞİRKETLERİN 31.12.2004 TARİHİ İTİBARIYLA SERMAYELERİ, KOTTA KALMA ÜCRETLERİ VE KURUMSAL YÖNETİM ENDEKSİNE KATILMA AVANTAJLARI**

	ŞİRKET	SERMAYE (31.12.2004) (YTL)	KOTTA KALMA ÜCRETİ (YTL)		ENDEKS AVANTAJI	
			NORMAL	KURUMSAL YÖNETİM ENDEKSİ	YTL	USD
165	ALARKO HOLDİNG	16.080.000	4.020	2.010	2.010	1.497
166	TOPRAK FİN. KİR.	15.875.003	3.969	1.984	1.984	1.478
167	KOZA DAVETİYE	15.400.000	3.850	1.925	1.925	1.434
168	PARSAN	15.120.000	3.780	1.890	1.890	1.408
169	SELÇUK GIDA	15.000.000	3.750	1.875	1.875	1.396
170	GARANTİ FAKTORİNG	15.000.000	3.750	1.875	1.875	1.396
171	VAKKO TEKSTİL	14.000.000	3.500	1.750	1.750	1.303
172	ÇELEBİ	13.500.000	3.375	1.688	1.688	1.257
173	GERSAN ELEKTRİK	13.482.000	3.371	1.685	1.685	1.255
174	AYEN ENERJİ	13.290.000	3.323	1.661	1.661	1.237
175	VAKIF FİN. KİR.	13.150.000	3.288	1.644	1.644	1.224
176	FACTOTURK FAKTORİNG	12.981.538	3.245	1.623	1.623	1.209
177	GOOD-YEAR	11.917.664	2.979	1.490	1.490	1.109
178	TESCO KİPA	11.810.664	2.953	1.476	1.476	1.100
179	PINAR SU	11.304.563	2.826	1.413	1.413	1.052
180	ESCORT COMPUTER	11.010.000	2.753	1.376	1.376	1.025
181	EMEK ELEKTRİK	10.984.604	2.746	1.373	1.373	1.023
182	ALARKO CARRIER	10.800.000	2.700	1.350	1.350	1.005
183	EGEPLAST	10.765.139	2.691	1.346	1.346	1.002
184	MAZHAR ZORLU HOLDİNG	10.500.000	2.625	1.313	1.313	978
185	HAZNEDAR REFRAKTER	10.500.000	2.625	1.313	1.313	978
186	OYSA ÇİMENTO	10.076.250	2.519	1.260	1.260	938
187	NUROL GMYO	10.000.000	2.500	1.250	1.250	931
188	ECZACIBAŞI YAT. ORT.	9.975.000	2.494	1.247	1.247	929
189	KAV DAN.PAZ.TİC.	9.974.250	2.494	1.247	1.247	929
190	FENİŞ ALÜMİNYUM	9.878.047	2.470	1.235	1.235	920
191	FİNANS YAT. ORT.	9.750.000	2.438	1.219	1.219	908
192	AKSU İPLİK	9.171.342	2.293	1.146	1.146	854
193	BOROVA YAPI	9.112.500	2.278	1.139	1.139	848
194	BAK AMBALAJ	9.000.000	2.250	1.125	1.125	838
195	VANET	8.400.000	2.100	1.050	1.050	782
196	KELEBEK MOBİLYA	8.400.000	2.100	1.050	1.050	782
197	UKİ KONFEKSİYON	8.316.000	2.079	1.040	1.040	774
198	ESEM SPOR GİYİM	8.250.000	2.063	1.031	1.031	768
199	UŞAK SERAMİK	8.095.310	2.024	1.012	1.012	754
200	ADEL KALEMCİLİK	7.875.000	1.969	984	984	733
201	ÇELİK HALAT	7.460.439	1.865	933	933	695
202	BRİSA	7.441.875	1.860	930	930	693
203	GÖLTAŞ ÇİMENTO	7.200.000	1.800	900	900	670
204	GEDİZ İPLİK	7.200.000	1.800	900	900	670
205	AKAL TEKSTİL	7.078.280	1.770	885	885	659

**TABLO 2**  
**ULUSAL PAZAR'DA YER ALAN ŞİRKETLERİN 31.12.2004 TARİHİ İTİBARIYLA SERMAYELERİ, KOTTA KALMA ÜCRETLERİ VE KURUMSAL YÖNETİM ENDEKSİNE KATILMA AVANTAJLARI**

	ŞİRKET	SERMAYE (31.12.2004) (YTL)	KOTTA KALMA ÜCRETİ (YTL)		ENDEKS AVANTAJI	
			NORMAL	KURUMSAL YÖNETİM ENDEKSİ	YTL	USD
206	ÇBS BOYA	6.564.350	1.641	821	821	611
207	FAVORİ DİNLENME YER.	6.500.000	1.625	813	813	605
208	NETAŞ TELEKOM.	6.486.480	1.622	811	811	604
209	BİSAŞ TEKSTİL	6.300.000	1.575	788	788	587
210	EMİNİŞ AMBALAJ	6.128.500	1.532	766	766	571
211	TSKB YAT. ORT.	6.000.000	1.500	750	750	559
212	KLİMASAN KLİMA	6.000.000	1.500	750	750	559
213	İDAŞ	6.000.000	1.500	750	750	559
214	FRİGO PAK GIDA	6.000.000	1.500	750	750	559
215	DENİZLİ CAM	6.000.000	1.500	750	750	559
216	ALTERNATİF YAT.ORT.	6.000.000	1.500	750	750	559
217	BURÇELİK VANA	5.750.000	1.438	719	719	535
218	USAŞ	5.700.000	1.425	713	713	531
219	MARMARİS ALTINYUNUS	5.515.536	1.379	689	689	513
220	ŞEKER PİLİÇ	5.500.000	1.375	688	688	512
221	LİNK BİLGİSAYAR	5.500.000	1.375	688	688	512
222	DERİMOD	5.400.000	1.350	675	675	503
223	TEK-ART TURİZM	5.237.165	1.309	655	655	488
224	ERBOSAN	5.220.000	1.305	653	653	486
225	BERDAN TEKSTİL	5.200.000	1.300	650	650	484
226	AFM FİLM	5.125.000	1.281	641	641	477
227	VAKIF GMYO	5.000.000	1.250	625	625	465
228	DENİZ YAT. ORT.	4.995.000	1.249	624	624	465
229	SERVE KIRTASIYE	4.935.000	1.234	617	617	459
230	KONYA ÇİMENTO	4.873.440	1.218	609	609	454
231	İNTEMA	4.860.000	1.215	608	608	452
232	LOGO YAZILIM	4.830.000	1.208	604	604	450
233	KONFRUT GIDA	4.800.000	1.200	600	600	447
234	KAPLAMİN	4.800.000	1.200	600	600	447
235	AVRASYA YAT.ORT.	4.720.032	1.180	590	590	439
236	CEYLAN GİYİM	4.603.170	1.151	575	575	429
237	MARSHALL	4.329.600	1.082	541	541	403
238	KONİTEKS	4.212.000	1.053	527	527	392
239	DURAN OFSET	4.000.000	1.000	500	500	372
240	GLOBAL YAT. ORT.	3.996.000	999	500	500	372
241	EVREN YAT. ORT.	3.800.400	950	475	475	354
242	KEREVİTAŞ GIDA	3.744.000	936	468	468	349
243	ALARKO GMYO	3.565.000	891	446	446	332
244	EGE ENDÜSTRİ	3.150.000	788	394	394	293
245	ÖZ FİNANS FACT.	3.000.000	750	375	375	279
246	İNFÖ YAT. ORT.	3.000.000	750	375	375	279
247	BAGFAŞ	3.000.000	750	375	375	279

**TABLO 2**  
**ULUSAL PAZAR'DA YER ALAN ŞİRKETLERİN 31.12.2004 TARİHİ İTİBARIYLA SERMAYELERİ, KOTTA KALMA ÜCRETLERİ VE KURUMSAL YÖNETİM ENDEKSİNE KATILMA AVANTAJLARI**

	ŞİRKET	SERMAYE (31.12.2004) (YTL)	KOTTA KALMA ÜCRETİ (YTL)		ENDEKS AVANTAJI	
			NORMAL	KURUMSAL YÖNETİM ENDEKSİ	YTL	USD
248	LÜKS KADİFE	2.970.000	743	371	371	276
249	MUTLU AKÜ	2.700.000	675	338	338	251
250	M. YILMAZ YAT.ORT.	2.700.000	675	338	338	251
251	KÜTAHYA PORSELEN	2.592.000	648	324	324	241
252	VAKIF YAT. ORT.	2.550.000	638	319	319	237
253	BUMERANG YAT.ORT.	2.500.000	625	313	313	233
254	ÇBS PRİNTAŞ	2.470.000	618	309	309	230
255	SÖKTAŞ	2.400.000	600	300	300	223
256	BEŞİKTAŞ FUTBOL YAT.	2.176.500	544	272	272	203
257	AKSU ENERJİ	2.088.000	522	261	261	194
258	GALATASARAY SPORTİF	2.035.000	509	254	254	189
259	KARTONSAN	2.025.000	506	253	253	189
260	EGE GÜBRE	2.008.800	502	251	251	187
261	ATLANTİS YAT. ORT.	2.000.000	500	250	250	186
262	ARENA BİLGİSAYAR	2.000.000	500	250	250	186
263	TAÇ YAT. ORT.	1.995.000	499	249	249	186
264	ÇİMBETON	1.770.000	443	221	221	165
265	BOSCH FREN SİSTEMLERİ	1.600.000	400	200	200	149
266	VARLIK YAT.ORT.	1.000.000	250	125	125	93
267	GARANTİ YAT. ORT.	1.000.000	250	125	125	93
268	VAKIF GİRİŞİM	900.000	225	113	113	84
269	ATLAS YAT. ORT.	858.000	215	107	107	80
270	BURÇELİK	648.000	162	81	81	60
271	DİTAŞ DOĞAN	504.000	126	63	63	47
272	ATA YAT.ORT.	500.000	125	63	63	47
273	F-M İZMİT PİSTON	206.910	52	26	26	19
274	AFYON ÇİMENTO	120.000	30	15	15	11