

T.C.
KADİR HAS ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
FİNANS VE BANKACILIK ANABİLİM DALI
FİNANS VE BANKACILIK DOKTORA PROGRAMI

**REEL SEKTÖR
VE
BANKACILIK SEKTÖRÜNDE
SAHİPSİZLİK RİSKİ**

Doktora Tezi

Kemal YAMAKOĞLU

İstanbul, 2009

T.C.
KADİR HAS ÜNİVERSİTESİ
SOSYAL BİLİMLER ENSTİTÜSÜ
FİNANS VE BANKACILIK ANABİLİM DALI
FİNANS VE BANKACILIK DOKTORA PROGRAMI

**REEL SEKTÖR
VE
BANKACILIK SEKTÖRÜNDE
SAHİPSİZLİK RİSKİ**

Doktora Tezi

Kemal YAMAKOĞLU

Danışman: Prof. Dr. Münevver ÇETİN
Doç. Dr. M. Hasan EKEN

İstanbul, 2009

GENEL BİLGİLER

Adı Soyadı	:Kemal Yamakoğlu
Anabilim Dalı	:Finans Bankacılık
Programın Adı	:Finans Bankacılık Doktora
Tez Danışmanı	:Prof. Dr. Münevver Çetin
Tez Türü ve Tarihi	:Doktora - Şubat 2009
Anahtar Kelimeler	:Sahiplik Yapısı, Kurumsal Yönetim, Vekalet Teorisi

ÖZET

REEL SEKTÖR VE BANKACILIK SEKTÖRÜNDE SAHİPSİZLİK RİSKİ

Berle ve Means'in 1932'de yayımladıkları "The Modern Corporation and Private Property" adlı kitaplarıyla ortaklıklarda sahiplik ile kontrol fonksiyonlarının ayrışmasına ilişkin geniş bir literatür ortaya çıkmıştır. Kitabın yayımından sonra güç boşluğunun, ortaklıkların en önemli problemlerinden bir olduğu da anlaşılmıştır. İzleyen yıllarda Vekalet Teorisi literatürdeki yerini almış ancak ne vekalet teorisine ilişkin tartışmalar ne de kurumsal yönetime ilişkin kurallar modern firmaların problemlerini, iflas veya başarısızlıklarını önleyememiştir. Fakat, günümüzde sahiplik yapısının kurumsal yönetim ve performans üzerinde önemli etkileri olduğu anlaşılmıştır. Bu tezin esas amacı yaygın ortaklı işletmelerin başarısızlık veya iflaslarında ortaklık yapısının ya da hakim ortak olmamasının rolü olup olmadığını incelemektir. Bir başka deyişle, pek çok küçük ortağın bulunduğu ve ortakların birbirlerine karşı herhangi bir üstünlüklerinin olmadığı ortaklıklara odaklanılmıştır.

Tezin birinci bölümünde; sahiplik ve kontrol ayrışması olarak belirtilebilecek olan durumun teoride ele alınan yönleri, vekalet teorisine ilişkin araştırma ve gelişmeler ile güç boşluğu konuları araştırılmıştır. İkinci bölümde ise "Kurumsal Yönetim" konusu incelenmiştir. Tezin üçüncü bölümü; Türk reel sektörü dördüncü bölümü ise Türk bankacılık sektöründeki ÇOŞ'lerin gelişimi konularına ayrılmıştır. Tezin beşinci bölümünde, Türk bankacılık sektörünün performansı konusunda açıklayıcı değişkenlerin mali başarı olasılığını ne yönde ve ne miktarda değiştirdiği ile hakim ortağı olmayan bankalar açısından bir farklılaşma olup olmadığını belirleme amacı mevcuttur.

GENERAL KNOWLEDGE

Name and Surname	:Kemal Yamakoğlu
Field	:Finance Banking
Programme	:Finance Banking Doctorate
Supervisor	:Prof. Dr. Münevver Çetin
Degree Awarded	:Doctorate - February 2009
Key Words	:Ownership Structure, Agency Theory, Corporate Governance

ABSTRACT

THE RISK OF OWNERLESS IN REAL ECONOMY AND BANKING SECTOR

The separation of ownership and control of firms has generated large literature since the publication of Berle and Means' "The Modern Corporation and Private Property" at 1932. After the publication of this book, it is understood that absentee ownership is one of the biggest problems of modern companies. In the following years, the "Agency Theory" made its place in the literature. Neither Agency Theory arguments nor corporate governance rules could prevent the modern companies problems and bankruptcies or failures. But it is now well understood that ownership structure has important implications for corporate governance and performance. The main thesis of this paper is to find out the cause of failure of the corporations which has widely dispersed ownership and whether this failure is due to ownership structure or to lack of large shareholders that results bankruptcies or failures. In other words, we focused on the companies which have many small owners and which partners have no superior rights over one another.

The first section of this paper explores aspects of the separation of ownership and control in theory, and research and development of Agency Theory and absentee ownership. Second section is dedicated to the subject of Corporate Governance. In the third section Turkish real economy, and the fourth section explores the observations on the development of widely dispersed corporations (which has no majority stakeholder) in the Turkish banking sector. The fifth section of this thesis evaluates how and whether the explanatory variables effect the corporation performance of the Turkish Banking sector, and in particular whether these effects vary for banks with no majority stakeholder.

ÖNSÖZ

Türk ekonomi hayatında bir dönem önemli yer tutan çok ortaklı şirketler olgusu beraberinde birçok sorunu da getirmiş ve çözülemeyen bu sorunlar büyük umutlar bağlanan kamu ve özel sektör dışında üçüncü sektör olarak da adlandırılan çok ortaklı şirket faaliyetlerinin hakim ortak kontrolü ya da tasfiye ile son bulmasında büyük rol oynamıştır. Benzer şekilde Türk bankacılık sektöründe de çok ortaklı olarak kurulan bankaların büyük oranda bu özelliklerini kaybettikleri bir başka deyişle hakim ortak kontrolüne geçerek faaliyetlerini devam ettirebildikleri ya da başarısız olarak tasfiye oldukları gözlemlenmektedir. Türkiye uygulamasında çok ortaklı şirketlerin başarısızlığı özellikle bankaların faaliyetlerine son verilmesi durumunda, kamunun yüklendiği maliyetleri artırması nedeniyle de özel bir önem arz etmektedir. Çok ortaklı şirket deyimi ile işçi şirketlerinden halka açık anonim ortaklıklara kadar birbirinden farklı mekanizmalar kastedilmekte ise de çalışmada; hakim ortağı olmayan ve bu çerçevede daha çok halka arz edilmemiş olsa dahi ortakların çok sayıda ve birbirine karşı üstün haklara sahip olmadığı şirket yapıları kastedilmektedir. Ekonomik faaliyetlerine son veren ortaklıklardan özellikle çok ortaklı şirket tanımına uyanların faaliyetlerine son vermelerinde çok ortaklılığın bir rolünün olup olmadığı ya da hakim ortak olmaması nedeniyle sermayenin sahihsiz kalmasının faaliyetlerin başarısızlıkla sonuçlanmasında bir etkisinin olup olmadığının incelenmesi; bu tarz ortaklıkların kuruluşunda alınabilecek önlemlerin ortaya konulması yanında sağlıklı çalışmalarını sağlayabilecek hususların belirlenmesi ve toplumsal maliyetlerin en aza indirilmesini sağlayabilecek olması nedenleriyle büyük önem arz etmektedir.

Bu çalışmaya başlamamda konunun teoride çok fazla incelenmemiş bir konu olması dolayısıyla büyük desteğini veren, değerli görüşleri ile ufuk kazandıran ve ani vefatı ile bizleri büyük üzüntüye boğan kıymetli hocam Prof. Dr. İlhan ULUDAĞ'a minnettarlığımı belirtiyor ve Allah'tan rahmet diliyorum. Çok kısa süre içerisinde konuya intikal ederek jüri değerlendirmesi öncesinde çalışmamı tamamlamam da büyük özveri gösteren Prof. Dr. Münevver ÇETİN'e ve desteğini esirgemeyen aileme çok teşekkür ediyor, çalışmamın tüm ilgili kişi ve kuruluşlara yararlı olmasını diliyorum.

İstanbul, 2009

Kemal YAMAKOĞLU

İÇİNDEKİLER

	Sayfa No
GENEL BİLGİLER-ÖZET.....	III
ABSTRACT.....	IV
ÖNSÖZ.....	V
TABLO ve ŞEKİL-GRAFİK LİSTESİ	XVII
KISALTMALAR.....	XVIII
GİRİŞ.....	1

BİRİNCİ BÖLÜM

SAHİPLİK YAPISI VE PERFORMANS İLİŞKİSİNİN TEORİK TEMELLERİ

1.1. SAHİPLİK YAPISI ve PERFORMANS İLİŞKİSİ.....	6
1.1.1. Teorideki Gelişim.....	7
1.1.2. Ampirik Çalışmaların Gelişimi.....	13
1.1.3. Ülkelerin Sermaye Yapılarının Değerlendirilmesi.....	17
<i>1.1.3.1. Dünya Ülkelerindeki Sermaye Sahipliği Yapıları.....</i>	<i>18</i>
<i>1.1.3.2. Avrupa Ülkelerindeki Sermaye Sahipliği Yapısının Değerlendirilmesi... ..</i>	<i>22</i>
<i>1.1.3.3. Türkiye'deki Sermaye Sahipliği Yapısının Değerlendirilmesi.....</i>	<i>28</i>
1.2. VEKALET TEORİSİ.....	30
1.2.1. Genel Olarak Vekalet Kavramı.....	31
1.2.2. Vekalet Kavramının Doğuşu ve Gelişimi.....	31
1.2.3. Vekalet İlişkisinin Niteliği.....	32
1.2.4. Sermaye Sahipliği Yapısı ve Temsilcilik Problemleri.....	33
<i>1.2.4.1. Yöneticiler ve Hissedarlar Arasındaki Temsilcilik Problemleri.....</i>	<i>34</i>

1.2.4.1.1. Yöneticilere yapılan ödemeler.....	34
1.2.4.1.2. İkramiye ve sağlanan diğer menfaatler.....	35
1.2.4.1.3. Yatırımın çeşitlendirilmesi.....	36
1.2.4.1.4. Elegeçirmelere direnç.....	37
1.2.4.2. Yöneticiler ve Kreditorler Arasındaki Temsilcilik Problemleri.....	37
1.2.5. Bilgi Asimetrisi ve Riske Karşı Farklı Tutumlar.....	38
1.2.6. Vekalet İlişkisinin Ortaya Çıkardığı Maliyetler.....	40
1.2.6.1. Denetleme Maliyeti.....	40
1.2.6.2. Sözleşme Maliyetleri.....	41
1.2.6.3. Artık Zarar.....	41
1.3. GÜÇ BOŞLUĞU.....	42
1.3.1. Pay Sahiplerinin Genel Kurullara Katılmama Sebepleri.....	45
1.3.1.1 .Maddi Sebepler.....	45
1.3.1.1.1. Pay sahipleri sayısının çokluğu.....	45
1.3.1.1.2. Pay sahiplerinin farklı yerde bulunmaları.....	46
1.3.1.1.3. Zaman yokluğu.....	46
1.3.1.1.4. Yıllık toplantıların aynı zamana denk gelmesi.....	47
1.3.1.1.5. Davete ilişkin ilanların yetersizliği.....	47
1.3.1.1.6. Teknik bilgi eksikliği.....	48
1.3.1.1.7. Katılımın sonucu değiştirmeyeceği düşüncesi.....	49
1.3.1.2. Psikolojik Sebepler.....	49

1.3.1.2.1. Devamlı pay sahipleri psikolojisi.....	50
1.3.1.2.2. Geçici pay sahipleri psikolojisi.....	50
1.3.2. Pay Sahiplerinin Genel Kurul Toplantılarına Katılmamalarının Sonuçları.....	51
1.3.2.1. Pay Sahiplerinin Yönetime İlişkin Haklarından Vazgeçmeleri.....	51
1.3.2.2. Yönetim Kurulunun Yetkileri İktisabı.....	52
1.3.3. Güç Boşluğunun Oluşturduğu Sonuçlar.....	52
1.3.4. Güç Boşluğunu Engelleme Yöntemleri.....	53
1.4. DEĞERLENDİRME.....	54

İKİNCİ BÖLÜM

KURUMSAL YÖNETİM

2.1. KURUMSAL YÖNETİMİN ORTAYA ÇIKIŞ NEDENLERİ.....	58
2.2. KAVRAMSAL ÇERÇEVE.....	59
2.2.1. Kurumsal Yönetim Kavramı.....	59
2.2.2. Kurumsal Yönetim Tanımları.....	60
2.2.3. Kurumsal Yönetimde Menfaat Grupları.....	62
2.2.4. Sistemlere Göre Kurumsal Yönetim Kavramı ve İçeriği.....	63
2.2.4.1. Anglo Sakson Sistemi.....	64
2.2.4.2. Kıta Avrupası Sistemi.....	66
2.3. DÜNYA'DA KURUMSAL YÖNETİME İLİŞKİN GELİŞMELER.....	67
2.3.1. OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri.....	67

2.3.1.1. Tarihi Gelişim.....	68
2.3.1.2. OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri.....	68
2.3.1.2.1. Etkin kurumsal yönetim çerçevesi temelinin tesisi.....	69
2.3.1.2.2. Hissedarların hakları ve önemli görevleri.....	69
2.3.1.2.3. Hissedarların adil muamele görmesi.....	71
2.3.1.2.4. Kurumsal yönetimde paydaşların rolü.....	72
2.3.1.2.5. Kamuya açıklama yapma ve şeffaflık.....	73
2.3.1.2.6. Yönetim kurulunun sorumlulukları.....	74
2.3.2. ABD’de Kurumsal Yönetim Düzenlemeleri	76
2.3.2.1. İhraççılar İçin Öngörülen Hükümler.....	78
2.3.2.2. Yönetim Kurulu Üyeleri -Üst Yöneticiler İçin Öngörülen Hükümler.....	79
2.3.2.3. Denetim Komitesi İçin Öngörülen Düzenlemeler.....	80
2.3.2.4. Bağımsız Denetim Şirketleri İçin Öngörülen Düzenlemeler.....	80
2.3.2.5. Halka Açık Ortaklıklar Muhasebe Denetim Gözetim Kurulu.....	81
2.3.2.6. Amerikan Borsalarında Yapılan Düzenlemeler.....	83
2.2.3.3. İngiltere’de Kurumsal Yönetim Düzenlemeleri.....	84
2.3.3.1. Cadbury Komitesi Raporu.....	84
2.3.3.2. Greenbury Komitesi Raporu.....	89
2.3.3.3 . Hampel Raporu.....	91
2.3.4. Fransa’da Kurumsal Yönetim Düzenlemeleri.....	96
2.3.5. Avustralya’da Kurumsal Yönetim Düzenlemeleri.....	97
2.3.6. Kurumsal Yönetim Ülke Uygulamalarının Değerlendirilmesi.....	98

2.4. TÜRKİYE'DE YATIRIMCININ KORUNMASI ve KURUMSAL

YÖNETİME İLİŞKİN DÜZENLEMELER.....102

2.4.1. Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması.....	102
2.4.1.1. Kamuyu Aydınlatma İlkesi	103
2.4.1.1.1. Kurumsal yönetim ve kamuyu aydınlatma ilkesi.....	103
2.4.1.1.2. Birincil piyasada kamuyu aydınlatma.....	103
2.4.1.1.2.1. İzahname.....	103
2.4.1.1.2.2. Sirküler.....	104
2.4.1.1.2.3. İlan ve reklamlar.....	104
2.4.1.1.3. İkincil piyasada kamuyu aydınlatma.....	105
2.4.1.1.3.1. Dönemsel (Periyodik) kamuyu aydınlatma.....	105
2.4.1.1.3.2. Anında (Derhal) kamuyu aydınlatma.....	106
2.4.1.1.3.3. İçeriden öğrenenlerin ticareti ve kamuyu aydınlatma....	107
2.4.1.1.3.4. Vekaleten oy kullanma ile çağrı yoluyla vekalet ve hisse senedi toplama işlemlerinde kamuyu aydınlatma.....	107
2.4.1.1.3.5. Bağımsız dış denetim ve kamuyu aydınlatma.....	108
2.4.1.2. Yatırımcıları Aracıların Risklerine Karşı Koruma.....	108
2.4.1.2.1. Aracı kurumların gözetimi, belge ve kayıt düzeni.....	109
2.4.1.2.2. Aracı kurumlarda teftiş ve iç denetime ilişkin esaslar.....	110
2.4.1.2.3. Yatırımcıların varlıklarını koruyucu tedbirler.....	110
2.4.2. Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yönetim İlkeleri.....	112
2.4.3. Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yönetim Uyum Raporu.....	113
2.4.4. İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi.....	114
2.4.5. OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri ve Türk Hukuk Sistemi Karşılaştırması.....	117
2.4.5.1. Pay Sahiplerinin Hak ve Yükümlülükleri ve Türk Hukuk Sistemi.....	117

2.4.5.1.1. Pay sahipliği haklarını gösteren kayıtların güvenilir olarak tutulması.....	117
2.4.5.1.2. Hisse senetlerinin serbestçe devredilebilmesi hakkı.....	118
2.4.5.1.3. Bilgi Alma Hakkı.....	118
2.4.5.1.4. Genel kurula katılma ve oy kullanma hakkı.....	119
2.4.5.1.5. Yönetim kurulu seçim hakkı.....	120
2.4.5.1.6. Kar payı hakkı.....	120
2.4.5.1.7. Önemli kararlarda bilgi ve söz sahibi olma hakkı.....	121
2.4.5.2. Pay Sahiplerinin Eşit İşleme Tabi Tutulması ve Türk Hukuk Sistemi.....	122
2.4.5.3. Kurumsal Yönetimde İlgililerin Rolü ve Türk Hukuk Sistemi.....	123
2.4.5.4. Kamuyu Aydınlatma, Şeffaflık İlkesi ve Türk Hukuk Sistemi.....	124
2.4.5.5. Yönetim Kurulunun Sorumlulukları ve Türk Hukuk Sistemi.....	125
2.4.6. Türk Ticaret Kanunu Tasarısı - Kurumsal Yönetim İlişkisi.....	128
2.5.KURUMSAL YÖNETİMİN SORUNLARIN ÇÖZÜMÜNE KATKISI.....	132

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE REEL SEKTÖR VE ÇOK ORTAKLILIK

3.1. ÇOK ORTAKLI ŞİRKETLER.....	136
3.2. 1960-1980 DÖNEMİ ÇOK ORTAKLI ŞİRKETLERİN TÜRLERİ, GELİŞİMİ VE ÖZELLİKLERİ.....	138
3.2.1. 1960-1980 Döneminde ÇOŞ Türleri.....	138
3.2.1.1. İşçi Şirketi.....	138
3.2.1.2. Hemşeri Şirketi veya Bölgesel Kalkınma Şirketi.....	140

3.2.1.3. <i>Halk Şirketi</i>	140
3.2.1.4 <i>Halka Açık A.Ş.</i>	141
3.2.2. 1960-1980 Dönemindeki ÇOŞ'ın Özellikleri.....	141
3.2.2.1. <i>Şirket Mülkiyetinin Tabana Yaygın Olması</i>	141
3.2.2.2 <i>Ortakların Sahip Olabileceği Pay Oranının Sınırlandırılmış Olması</i>	143
3.2.2.3 <i>Hisse Senetlerinin Çoğunluğunun Nama Yazılı Olması</i>	143
3.2.2.4 <i>Herhangi Bir Ortak ve Sermaye Grubuna Ayrıcalık Tanınmamış Olması</i>	144
3.2.2.5. <i>Kuruluş Yeri Seçiminde Bölge ve Yöresel Tercihlerin Ağırlık Kazanması</i>	144
3.2.2.6. <i>Kurucuların Alışılmış Anlamda Girişimci Niteliği Taşımaması</i>	145
3.2.3. 1960-80 Döneminde Çok Ortaklı Şirketlerin Gelişimi.....	145
3.2.4. 1960-80 Döneminde ÇOŞ Faaliyetlerinin Başarısızlıkla Sonuçlanma Nedenleri...148	
3.2.4.1. <i>Kuruluş Aşamasında Ortaya Çıkan Yönetim ve Organizasyon Sorunları</i>	151
3.2.4.1.1. <i>Profesyonel girişimci yokluğundan ortaya çıkan sorunlar</i>	152
3.2.4.1.2. <i>Yanlış kuruluş yeri seçiminin ortaya çıkardığı sorunlar</i>	152
3.2.4.1.3. <i>Yanlış üretim konusu ve yanlış teknoloji seçiminin yarattığı sorunlar</i>	153
3.2.4.1.4. <i>Finansman sorunu</i>	154
3.2.4.2. <i>İşletme Aşamasında Ortaya Çıkan Yönetim ve Organizasyon Sorunları</i>	155
3.2.4.2.1. <i>Yönetim kurulundan kaynaklanan sorunlar</i>	155
3.2.4.2.2. <i>Yöneticilerden kaynaklanan sorunlar</i>	157
3.2.4.2.3. <i>Ortaklardan kaynaklanan sorunlar</i>	158
3.3. 1980 SONRASI DÖNEMDE ÇOK ORTAKLI ŞİRKETLER	160
3.3.1. <i>Kar Zarar Ortaklıklarının Kuruluş ve Gelişimlerini Hızlandıran Faktörler</i>	161

3.3.2. Sistemin İşleyişi.....	162
3.3.3. Kar Zarar Ortaklığı Şeklindeki ÇOŞ'in Türleri.....	163
3.3.3.1. <i>Tabela Holdingleri</i>	164
3.3.3.2. <i>İktisadi Faaliyetleri olan Holdingler</i>	164
3.3.4. Kar Zarar Ortaklığı Sisteminin Özellikleri.....	164
3.3.4.1. <i>İşlemlerin holding ünvanlı şirketler üzerinden yapılması</i>	164
3.3.4.2. <i>Ortaklık Kayıtlarında Ortak Olarak Kurucu Ortak ve Temsilcilerin Yer Alması</i>	165
3.3.4.3. <i>İşlemlerin Temsilciler Aracılığı ile Özellikle Yurtdışındaki Türklere Yönelik Olarak Yapılması</i>	166
3.3.4.4. <i>Toplanan Fonların Banka ve ÖFK Kullanılmadan Türkiye'ye Kuryeler Vasıtasıyla ya da Sermaye Artırımlarına İştirak Suretiyle Getirilmesi</i>	166
3.3.4.5. <i>Faaliyete Bağlı Olmayan Kar Payı Dağıtımları</i>	166
3.3.4.5.1. <i>Kar payının tamamen nakit dağıtılması</i>	167
3.3.4.5.2. <i>Kar payı yerine bedelsiz hisse verilmesi</i>	167
3.3.4.6. <i>İş ve Sair Menfaatler Sağlanması</i>	168
3.3.4.7. <i>Hisse Senetlerinin Geri Satın Alınabilmesi Opsiyonu</i>	168
3.3.4.8. <i>Ortaklığı Temsil Eden Belgeler "Hisse Senedi ve İlmuhaberler" ya da "Ortaklık Belgesi, Kara İştirak Makbuzu, Hisse Devir Ferağ Beyannameleri"</i>	168
3.3.4.9. <i>İlan ve reklamlar</i>	169
3.5. Sistemin Türk Mevzuatındaki Yeri ve Sonuçları.....	169
3.6. Kar Zarar Ortaklıklarının Gelişimi.....	171
3.3. REEL SEKTÖR ÇOŞ DENEMELERİNİN DEĞERLENDİRİLMESİ.....	171

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

TÜRK BANKACILIK SEKTÖRÜ VE ÇOK ORTAKLILIK

4.1.BANKALAR KANUNLARINDA SAHİPLİK HÜKÜMLERİNİN GELİŞİMİ.....	175
4.1.1. 2243 sayılı Mevduatı Koruma Kanunu	175
4.1.2. 2999 Sayılı Bankalar Kanunu.....	175
4.1.3. 7129 sayılı Bankalar Kanunu ile 28 ve 70 sayılı Kanun Hükmünde Kararnameler.	176
4.1.4.3182 sayılı Bankalar Kanunu ile 512 ve 538 sayılı Kanun Hükmünde Kararnameler	179
4.1.5. 4389 sayılı Bankalar Kanunu ve 5411 sayılı Bankacılık Kanunu.....	180
4.1.6. Bankalar Kanunlarındaki Sahiplikle İlgili Hükümlerin Gelişiminin Değerlendirilmesi.....	182
4.1.6.1. Ortaklık Türü İtibariyle.....	182
4.1.6.2. En Az Ortak Kaydı İtibariyle.....	183
4.1.6.3. Hisse Senetlerinde Azami Değer Tespiti İtibariyle.....	183
4.1.6.4. Hisse Senetlerinin Nama Yazılı Olması Şartı İtibariyle.....	183
4.1.6.5. Menkul Kıymetler Borsasına Kote Şartı İtibariyle.....	184
4.1.6.6. Belli Miktarları Aşan Hisse Devirlerinin İzne Tabi Olması İtibariyle.....	184
4.2.FAALİYETLERİ BAŞARISIZLIKLA SONUÇLANAN ÇOK ORTAKLI BANKALAR.....	185
4.2.1. Tutumbank T.A.O.....	185
4.2.2. T. Eski Muharipler Bankası A.O. (Muhabank).....	185
4.2.3. T. Muallimler, Memurlar ve Subaylar Bankası A.Ş. (Tümsubank).....	186
4.2.4. T. Birleşik Tasarruf ve Kredi Bankası A.Ş.....	186
4.2.5. Raybank T.A.Ş.....	187

4.2.6. T. Öğretmenler Bankası A.Ş.(Töbank).....	188
4.2.7. Milli Aydın Bankası T.A.Ş.(Tarişbank).....	189
4.2.8. T. Ticaret Bankası A.Ş. (Türkbank).....	190
4.2.9. Ege Giyim Sanayicileri Bankası A.Ş. (EGS Bank).....	193
4.3. ÇOK ORTAKLI BANKALARDAN HAKİM ORTAKLI BANKA OLANLAR...196	
4.3.1. Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.....	196
4.3.2. T. Garanti Bankası A.Ş.....	197
4.3.3. Şekerbank T.A.Ş.....	198
4.3.4. Oyakbank A.Ş.....	198
4.4. HALEN ÇOK ORTAKLI SERMAYE YAPISI İLEYÖNETİLEN BANKALAR.....199	
4.4.1. T. İş Bankası A.Ş.....	199
4.4.2. Asya Katılım Bankası A.Ş.....	200
4.5.TÜRK BANKACILIK SEKTÖRÜNDEKİ ÇOK ORTAKLI YAPILARIN DEĞERLENDİRİLMESİ.....200	

BEŞİNCİ BÖLÜM

TÜRK BANKACILIK SEKTÖRÜ

PERFORMANS ARAŞTIRMASI

5.1.ARAŞTIRMANIN AMACI.....	203
5.2.FAKTÖR ANALİZİ	203

5.3.LOJİSTİK REGRESYON ANALİZİ	213
5.4.DEĞERLENDİRME.....	221
SONUÇ.....	223
KAYNAKÇA.....	237

TABLO LİSTESİ

	Sayfa No
Tablo 1 : 1986 Yılı Ortak Sayıları	142
Tablo 2: Pay Sahipliği Oranları	143
Tablo 3: 1995-2000 Döneminde Analizde Kullanılan Finansal Oranlar.....	205
Tablo 4 : Tanımlayıcı İstatistikler.....	207
Tablo 5 : KMO ve Barlett Testi Sonuçları.....	208
Tablo 6 : Faktörlerin Özdeğerleri ve Varyansı Açıklama Yüzdeleri.....	210
Tablo 7 : Faktör Yükleri Matrisi.....	211
Tablo 8 : Döndürülmüş Faktör Matrisi.....	212
Tablo 9 : Kayıp Değer Tablosu.....	215
Tablo 10 : Bağımlı Değişkenler Kodları.....	216
Tablo 11 : Dummy Değişken Kodlaması.....	216
Tablo 12 : Sınıflandırma Tablosu (a,b).....	216
Tablo 13 : Omnibus Test Sonuçları.....	217
Tablo 14 : Model Özet Tablosu.....	217
Tablo 15 : Hosmer and Lemeshow Test Sonuçları.....	218
Tablo 16 : Hosmer and Lemeshow Test Detayları.....	218
Tablo 17 : Sınıflandırma Tablosu (a).....	219
Tablo 18 : Denklemdaki Değişkenler Tablosu.....	220
Tablo 19 : Denklemden Yer Almayan Değişkenler.....	220

ŞEKİL ve GRAFİKLER LİSTESİ

Şekil 1 : Kurumsal Yönetimde Menfaat Grupları	63
Grafik 1 : Özdeğerlerin Grafikselsel Gösterimi.....	208

KISALTMALAR

ÇOŞ	: Çok Ortaklı Şirket
DPT	: Devlet Planlama Teşkilatı
HAAŞ	: Halka Açık Anonim Şirket
Desiyab	: Devlet Sanayi İşçi Yatırım Bankası
DM	: Alman Markı
ÖFK	: Özel Finans Kurumu
SPK	: Sermaye Piyasası Kanunu
TBMM	: Türkiye Büyük Millet Meclisi
KHK	: Kanun Hükmünde Kararname
TMSF	: Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu
A.Ş.	: Anonim Şirket
T.A.O.	: Türk Anonim Ortaklığı
T.A.Ş.	: Türk Anonim Şirketi
TCDD	: T.C. Devlet Demir Yolları
İMKB	: İstanbul Menkul Kıymetler Borsası
CHP	: Cumhuriyet Halk Partisi
OYAK	: Ordu Yardımlaşma Kurumu
SSK	: Sosyal Sigortalar Kurumu
CG Corporate Governance	: Kurumsal Şirket Yönetimi
TÜSİAD	: Türkiye Sanayici ve İşadamları Derneği
OECD	: Ekonomik İşbirliği Kalkınma Örgütü
TTK	: Türk Ticaret Kanunu
TTKT	: Türk Ticaret Kanunu Tasarısı
MKK	: Merkezi Kayıt Kuruluşu

GİRİŞ

Ekonomik yapı içinde bir çok ortaklık faaliyetlerine son vermekte, bir başka deyişle ya iflas etmekte ya da kendi kendilerini tasfiye etmek zorunda kalmaktadırlar. Ticari hayat içinde bir çok ortaklık için oldukça normal olan bu gelişimde, ekonomik faaliyetlerine son veren ortaklıklardan özellikle çok ortaklı şirket tanımına uyanların faaliyetlerine son vermelerinde çok ortaklığın bir rolünün olup olmadığı ya da hakim ortak olmaması nedeniyle sermayenin sahipsiz kalmasının faaliyetlerin başarısızlıkla sonuçlanmasında bir etkisinin olup olmadığının incelenmesi tezin ana konusunu oluşturmaktadır. Çok ortaklı şirket deyimi ile işçi şirketlerinden halka açık anonim ortaklıklara kadar birbirinden farklı mekanizmalar kastedilmekte ise de çalışmada; hakim ortağı olmayan ve bu çerçevede daha çok halka arz edilmemiş olsa dahi ortakların çok sayıda ve birbirine karşı üstün haklara sahip olmadığı şirket yapıları kastedilmektedir.

Türkiye’de 1960’lı yıllardan sonra ortaya çıkan işçi şirketleri, hemşehri şirketleri ya da o zamanki deyişle çok ortaklı şirketler ve bu ortaklıkların devamı olarak sayılan kar payı dağıtım esaslı ortaklıklar reel sektörün yapı taşlarını oluştururken finansal piyasalarda da özellikle 1950’li yıllardan itibaren çok ortaklı bankalar kurulmuş ve piyasalardaki yerlerini almışlardır. Günümüzde istisnaları hariç olmak üzere çok ortaklı şirket yapılarının önemli bir bölümünün faaliyetlerini devam ettiremediği görülmektedir. Ya iflas ya da hakim ortağın kontrolüne geçme olarak tanımlanabilecek olan bu değişimde çok ortaklığın veya sahipsizliğin ne derecede etkili bir unsur olduğu izleyen bölümlerde değerlendirme konusu yapılacaktır.

Tezin birinci bölümünde; sahipsizlik veya çok ortaklık olarak belirtilebilecek olan durumun teoride ele alınan yönleri inceleme konusu yapılmıştır. 1932 yılında Berle ve Means’in “Modern Corporate and Private Property” adlı eserleri ile ortaya koydukları sahiplik ve kontrol ayrımı bir başka deyişle şirketlerin büyümesi ve ortak sayısının artması sonucu yönetim ve kontrol faaliyetlerinin farklı kişiler

tarafından yerine getirilmesi ile ortaya çıkan sorunların, izleyen yıllarda yapılan araştırmalar ile günümüze dek gelişimi üzerinde durulmuştur. Literatürde, Berle ve Means'in temel olarak halka açık firmaların ekonomik açıdan verimsizliğe yol açacağı şeklindeki tespitlerinin oldukça uzun bir dönem geçerliliğini koruduğu görülmekte olup sağlıklı bir değerlendirme yapılabilmesini teminen bu konudaki gelişmelerle birlikte ABD, Avrupa ülkeleri ve Türkiye'de konuya ilişkin çalışmalara yer verilerek karşılaştırma yapılabilmesi sağlanmaya çalışılmıştır. Şirket yönetimlerinde mülkiyet ve kontrol fonksiyonlarının farklı kişilerce yerine getirilmesi sonrasında ortaya çıkan ve oldukça önemli olan sermayedarların çıkarları ile profesyonel yöneticilerin çıkarlarının farklılıklar göstermesi hususu, üzerinde durulan diğer önemli bir konudur. Bu çerçevede, literatürde vekalet teorisi olarak yer alan çıkar çatışmaları ile ilgili detaylı açıklamalara yer verilmiş ve yöneticiler ile hissedarlar arasındaki temsilcilik problemleri ve yöneticiler ile kreditorler arasındaki temsilcilik problemleri ayrı başlıklar altında değerlendirme konusu yapılmıştır. Çok ortaklı şirketlerde ortaya çıkan ve bu tür şirketlerde sorunların kaynağı olarak görülen güç boşluğu ile ilgili teorik değerlendirmeler birinci bölümün diğer önemli bir alt başlığıdır. Ortak sayısının artması ve ortakların genel kurullara katılmaması ile genel kurullar yönetimde bulunanların kararlarını onaylayan bir organ haline gelmekte ve anonim şirket yönetimlerinde pek çok sorun da güç boşluğunun olduğu bu noktada ortaya çıkmaktadır. Tezin bu bölümünde, güç boşluğunu ortaya çıkaran nedenler maddi ve psikolojik nedenler olarak ayrı ayrı değerlendirilmiş ve pay sahiplerinin genel kurul toplantılarına katılmamalarının sonuçları ile güç boşluğunu engelleme yöntemleri üzerine açıklamalarda bulunulmuştur.

İkinci bölüm; özellikle hisseleri halka arz edilmiş anonim şirketlerle ilgili skandallar sonrasında, geleneksel anonim şirket yönetim modeli üzerinde artmaya başlayan tartışmalar ile ortaya çıkan ve temelde “şirketlerin yönetimini kimler yapmalıdır ve yöneticiler nasıl belirlenmelidir?” ve “yönetim; hangi prensipler çerçevesinde yapılmalıdır ya da işletmenin yönetiminde öncelikle göz önünde tutulması gereken pay sahiplerinin menfaatleri midir yoksa ortaklığın, tedarikçilerin, toplumun ya da ekonomik menfaatlerin mi ön plana alınması gereklidir?” sorularına

cevap olarak verilen “Kurumsal Yönetim” konusuna ayrılmış ve bu konudaki gelişmelere yer verilmiştir. Kurumsal yönetime ilişkin iki temel sistemden, gelişmiş para ve sermaye piyasalarına sahip Amerika ve İngiltere’de ortaya çıkan Anglo-Sakson Sistemi ve bankaların sermaye sahipliğinin yoğun olması nedeniyle Almanya ve Japonya’da ağırlıklı olarak gündeme gelen Kıta Avrupası Sistemi’ne ilişkin açıklamalardan sonra her ülkenin farklı kültür ve değerleri çerçevesinde şekillenen kurumsal yönetim, ülkeler bazında bugüne kadar yapılan çalışmaların detaylandırılması ve genel eğilimlerin belirlenmesi şeklinde ülke uygulamalarının değerlendirilmesi suretiyle açıklanmaya çalışılmıştır. Literatürde kurumsal yönetimden kurumsal yönetişime geçiş şeklinde görülen değişim yanında anonim ortaklıklardaki bir çok sorunun çözüm noktası olarak görülen kurumsal yönetim konusunda Türkiye’de yapılan çalışmalardan önce yatırımcının korunmasına yönelik olarak sermaye piyasasındaki mevcut düzenlemeler, OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri ve Türk hukuk sistemine ilişkin karşılaştırmalar, halen tartışılmakta olan Türk Ticaret Kanunu Tasarısı’ndaki hükümler, Sermaye Piyasası Kurulu ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nca getirilen düzenlemeler bu bölümün ana temasını oluşturmaktadır.

Tezin üçüncü bölümünde; Türk reel sektör uygulamasında ÇOŞ’lerin gelişimi üzerinde durulmuştur. Bu çerçevede, şirket mülkiyeti tabana yaygın ve ortakların sahip olabileceği pay miktarının sınırlandırıldığı, hisse senetlerinin büyük kısmı nama yazılı olan, herhangi bir ortak veya sermaye grubuna ayrıcalık tanınmamış ve kuruluş yeri seçiminde bölgesel veya yöresel tercihlerin ön planda tutulduğu, son olarak kurucularının da gerçek anlamda girişimci niteliği taşımadığı çok ortaklı şirketler; 1960’lı yıllarda başlayan ve 1980’li yıllara kadar giden bir süreçte ortaya çıkmış ve ekonomik hayatta önemli bir yer tutmuştur. İşçi şirketleri kavramı ile başlayan çok ortaklı şirketler olgusu; halk şirketleri, bölgesel kalkınma şirketleri ve halka açık şirketler gibi tanımlar altında devam etmiş olup bu tür şirketlerin tarihsel gelişimi ile faaliyetlerinin başarısızlıkla sonuçlanma sebepleri bu bölümde açıklanmıştır. 1980 sonrasında ortaya çıkan ve farklı bir yapı olan kar zarar ortaklığı modelleri, ayrı bir başlık altında inceleme konusu yapılmıştır. Genel olarak, izinsiz halka arz yoluyla son derece sınırlı sayıdaki kurucu ortaklar tarafından bir

şirket kurulması akabinde sermaye artırımına gidilerek ortak arayışına geçilmesi ve çoğu kez yanlış tanıtım ve milli ve manevi değerler üzerinden yapılan istismar edici yaklaşımlarla kişilerin ortak olduğu ancak çoğunlukla resmi kayıtlarda yer almayan, aynı zamanda peşin olarak belirlenen kar payının nakit veya hisse olarak ödendiği organizasyon yapıları; 1990'lı yıllarda ekonomide yerini almıştır. Gerek yatırılan para miktarı gerekse ortakların sayısı konusunda net bir rakam açıklanamamakla birlikte yatırımcıları açısından önemli mağduriyetler ortaya çıkaran kar payı dağıtım esaslı ortaklıklar; tabela holdingleri ve iktisadi faaliyetleri olan holdingler başlıkları altında ayrı ayrı değerlendirme konusu yapılmıştır. Gerek 1960-80 dönemi gerekse 1980 sonrası ortaklıklara ilişkin açıklamalarda da konuya ilişkin örnekler verilerek daha gerçekçi bir değerlendirme yapılmaya çalışılmıştır.

Tezin dördüncü bölümü; 1950'li yıllardan itibaren Türk bankacılık sektöründeki çok ortaklı bankaların gelişim trendini incelemeye yöneliktir. Bu bölümde öncelikle bankalar kanunlarındaki gelişim değerlendirilmiş ve bankacılık alanındaki düzenlemelerde en az ortak sayısına ilişkin kanun maddeleriyle çok ortaklılıkla ilgili hükümler ve bankacılıkta sermayenin tabana yayılması konusundaki hükümlerin gelişimi üzerinde durulmuştur. Geline nokta üzerindeki düzenlemelerde hakim ortaklığa ilişkin kısıtlamalara dönülmesine neden olan hususlar belirtilmeye çalışılmıştır. Bölümün diğer önemli başlığı ise 1950'li yıllardan sonra bankacılık sektöründeki çok ortaklı bankaların gelişimidir. Özellikle 1950'li yıllardan sonra faaliyetleri başarısızlıkla sonuçlanan çok ortaklı bankaların ayrı ayrı ortak yapıları ve gelişimleri ortaya konulmaya çalışılmıştır. Diğer bir grup ise yaygın ortaklı olarak kurulmalarına rağmen hakim ortak kontrolüne geçen bankalardır. Yaygın ortaklı olarak kurulan bankalarda son grup, halen çok ortaklı sermayedar yapısı ile faaliyetlerini sürdüren bankalar olup bunlara ilişkin bilgiler de verilmiştir. Gerek faaliyetleri başarısızlıkla sonuçlanan gerekse hakim ortak kontrolüne geçen bankalar bir arada değerlendirilerek bankacılık sektöründeki çok ortaklı bankaların sermaye yapısındaki değişimin gelişimi ortaya konulmaya çalışılmıştır.

Beşinci bölüm; finans literatürünün şirketlerin sermaye yapısı ile performansları arasında bir ilişkinin var olup olmadığına yönelik araştırmalarından yola çıkılarak Türk

bankacılık sektörüne ait ampirik çalışmaya ayrılmıştır. Pek çok çalışmanın da gösterdiği gibi, teorik tartışmalar net olarak yöneticilerin sermaye sahipliği ve banka performansı arasındaki ilişkiyi net olarak tahmin edememektedir. Tezin ampirik çalışmalara ayrılan bu bölümünde, banka bilançolarından derlenen otuzaltı adet rasyo ile lojistik regresyon analizi kullanılarak Türk bankacılık sektörünün performansı konusunda açıklayıcı değişkenlerin mali başarı olasılığını ne yönde ve ne miktarda değiştirdiği ile hakim ortağı olmayan bankalar açısından bir farklılaşma olup olmadığını belirleme amacı mevcuttur. Türk bankacılık sektöründeki bankaların 1995-2000 yılı arasındaki 36 adet finansal rasyosunun ortalamaları modelde kullanılmayacağı için önce faktör analizi vasıtasıyla boyut indirgenmiş bir başka deyişle bu otuzaltı değişken gruplar halinde toplanmıştır. Ardından her gruptan bir değişken o grubun temsilcisi seçilerek lojistik regresyon için model spesifikasyonu daha uygun hale getirilmeye çalışılmıştır. İzleyen adımda faktör analizi ile elde edilen dokuz adet faktör üzerinden bankaların mali başarı ve başarısızlığı üzerinde etkili olan değişkenleri belirlemek üzere lojistik regresyon analizi yapılmış ve bu noktada bankaların sahiplik yapısının etkisi olup olmadığını görebilmek için hakim ortaklı bankalar ile yaygın ortaklı bankalar, farklı kategoriler olarak analize dahil edilmiştir. Yapılan ekonometrik analizler ile bankaların mali başarısında veya başarısızlığında etkili olan faktörlerin yanında yaygın ortaklılığın ve/veya hakim ortaklı yapının anlamlı bir etkisi olup olmadığı araştırılmıştır.

Sonuç bölümünde, gerek literatürde ve yurtdışı uygulamalarında ulaşılan sonuçlar gerekse Türk reel ve bankacılık sektöründe yaygın ortaklı yapılarla ilgili gelişmeler göz önüne alınarak yaygın ortaklı şirketler için sahipsizliğin bir risk kategorisi olarak dikkate alınıp alınmaması gerektiği ile ulaşılan diğer sonuçlar ortaya koyulmaktadır.

BİRİNCİ BÖLÜM

SAHİPLİK YAPISI VE PERFORMANS İLİŞKİSİNİN

TEORİK TEMELLERİ

1.1.SAHİPLİK YAPISI ve PERFORMANS İLİŞKİSİ

İşletmelerin büyümesi ile sermayedarın yönetime ilişkin tüm kararları almaya yetişememesi, bürokratik yapıyı ortaya çıkarmış ve sonuçta bir kısım yetkiler profesyonel yöneticilere devredilmek zorunda kalmıştır. Aşağıda daha detaylı olarak açıklanacağı üzere sermayedar (mülkiyet) ve yönetim (kontrol) rollerinin ayrımı ile sermayedarların çıkarları ile yönetimin çıkarları zamanla değişiklikler göstermeye başlamıştır. Profesyonel yöneticilerin sermayedarların çıkarlarını korumasını sağlamak amacıyla, yönetim kurulları kontrol mekanizması olarak ortaya çıkmıştır. İlk yönetim örneği olan yönetim kurullarının fonksiyon ve yapılarında modern işletmecilikteki gelişmeler çerçevesinde oldukça önemli değişiklikler yaşanmıştır. Şirketlerin gelişmesi ve büyümeleri ile şirketlerin sadece hissedarlara değil tedarikçilere kadar bir çok toplum kesimine karşı sorumlulukları olduğu düşüncesinin yerleşmeye başlamasıyla, işletmelerin toplumsal rolleri yeniden ortaya konulmaya başlamış ve yönetim kurullarının yerine getirmesi beklenen hususlar çeşitlenmiştir. Ancak temelde “şirketlerin yönetimini kimler yapmalıdır ve yöneticiler nasıl belirlenmelidir?” ve “yönetim; hangi prensipler çerçevesinde yapılmalıdır ya da işletmenin yönetiminde öncelikle göz önünde tutulması gereken pay sahiplerinin menfaatleri midir yoksa ortaklığın, tedarikçilerin, toplumun ya da ekonomik menfaatlerin mi ön plana alınması gereklidir?” soruları tüm bu beklentilerin özündeki kaygıları oluşturmuştur. Aşağıda öncelikle mülkiyet kontrol ayrımına yönelik literatürdeki gelişim üzerinde durulacak ve çok ortaklı şirketlerde

ortaya çıkan güç boşluğu ve vekalet teorisinin konumuza ilişkin yönleri değerlendirilecektir.

1.1.1. Teorideki Gelişim

Berle ve Means'in 1932 yılında "Modern Corporation and Private Property" adını taşıyan ünlü eserlerindeki görüşleri; anılan tarihlerdeki modern firma yapısına ilişkin olarak yaptıkları araştırma ile ortaya çıkmış ve literatürde pek çok araştırmanın da kaynağı olmuştur. Kitabın 1968 yılında yapılan yeni baskısında, kitabın orjinal baskısının modern ortaklıkların devam eden üç özelliğini tasavvur ettiği belirtilmiştir ki bunlar; ekonomik yoğunlaşma, sahipliğin yayılması ve kontrol ile mülkiyet ayrımıdır.¹

Berle ve Means 42 demiryolu, 52 kamu hizmeti kuruluşu ve 106 endüstriyel firmadan oluşan en büyük 200 Amerikan kuruluşu üzerinde yaptıkları araştırmalar sonucunda sermayenin çoğunluğuna sahip olarak yönetimde bulunanların oranının % 11 olduğunu ortaya koymuşlardır. Buna göre ortaklıkların % 89'u da ya bir risk taşımayan yöneticilerin ya da bir azınlığın yönetimindedir. Araştırmanın bir diğer ilginç sonucu da ortaklıkların % 44'ünün sermayedar olmayan yöneticilerin kontrolünde olmasıdır.²

Berle ve Means; sahiplik ve kontrol ayrımını bir sorun olarak ortaya koymuş ve şirketlerdeki hızlı büyüme ile ortak sayısının artması sonucu yönetim ve kontrol faaliyetlerinin ayrı ayrı kişiler tarafından yerine getirilmeye başlaması ile sorunun ortaya çıktığını ifade etmişlerdir.³ Ortaklığın hissedarları, ortaklığın makul bir risk derecesinde maksimum karı elde etmesi gerektiğini, bu karın işe ilişkin düzenlemelerin müsaade ettiği ölçüde fazla kısmının dağıtılması, dağıtılan kardan kendi hissesine düşen bölümü alabilmeleri ve son olarak hisselerini adil bir fiyattan satabilmeleri gerektiği düşüncesi ve amacını taşırlar. Ancak yöneticiler için amaçlar o

¹ Adolf A. Berle ve Gardiner C. Means, **The Modern Corporation and Private Property**, Revised Edition, Seventh Printing, 2005, s.359

² Berle ve Means, s.84

³ Berle ve Means, s.111

kadar kolayca tespit edilemeyebilir. Eğer kişisel kar, yönetimin temel motivasyon aracı olarak kabul edilirse, yönetimin amaç ve isteklerinin hissedarların isteklerinden oldukça farklı ve karşısında olduğu sonucuna ulaşılır.⁴

Sanayi devrimi sonrasında hızlı büyüyen aile şirketlerinin sermaye gereksinimlerini halka arz yoluyla temin edebilmeleri şirket mülkiyetlerinin daha geniş halk kesimlerine yayılmasına neden olmuş ve şirketlerin kontrolünün aileler ya da tek bir elde olmasından uzaklaşmaya başlanmıştır. Giderek daha büyük bir sermaye yatırımıyla kurulan bu şirketlerde ortaya çıkan karmaşık mülkiyet yapısı, kapitalizmin ilk dönemlerindeki örgüt anlayışından farklı bir durum ortaya çıkarmıştır. Bu yeni örgüt yapısında, hissedarlar mülkiyeti ellerinde bulundurdukları halde, kontrolü; vekalet ilişkisi kurdukları yöneticilere devretmişlerdir. Dolayısıyla, mülkiyet sahibi olup yeterince kontrol sahibi olmamak ya da kontrol sahibi olup mülkiyet sahibi olmamak şirket kavramının gelişmesinin mantıksal bir sonucu olarak ortaya çıkmıştır.⁵

Berle ve Means'e göre söz konusu değişimin bir sonucu olarak; yönetim ve kontrol faaliyetleri giderek birbirlerinden ayrılmakta ve farklı kişi ya da grupların elinde toplanmaktadır. Sahiplik ve kontrolün birbirinden ayrılması ise değer maksimizasyonuna önceki kadar önem verilmeyeceğinin bir göstergesidir. Çünkü; modern (halka açık) firma yapısında yönetim görevini üstlenen yöneticiler, kendilerini firma performansından ayrı tutacak biçimde ücretle çalıştırılmaktadırlar. Buna göre; halka açık firma yapısı ekonomik ve sosyal açıdan verimsizliğe neden olacaktır.⁶

Berle ve Means sermayenin küçük hissedarlar arasında dağıldığı fakat kontrolün yönetimde kalmaya devam ettiği sermaye sistemi olarak ifade edilen dağınık sermaye sisteminin Amerikan şirketleri için geçerli bir durum olup olmadığını sorgulamışlardır. Sermaye sahipliği ve

⁴ Berle ve Means, s.114

⁵ Berle ve Means, s.47

⁶ Tuncay Turan Turaboğlu, "Firma Sahiplik Yapısı ve Performans İlişkisi:Türkiye İçin Bir Uygulama", **İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Cilt: 18, Sayı: 1-2, 2004, s.170

kontrolün ayrıldığı Amerikan şirketlerindeki yöneticileri ise hissedarlara karşı hesap vermek zorunda olmayan profesyonel yöneticiler olarak görmüşlerdir.⁷

Berle ve Means'in temel olarak halka açık firmalarla ilgili olarak belirttikleri hususların teori olarak ortaya konulması ve vekalet teorisinin ortaya çıkmasında Jensen ve Meckling, Fama ve Jensen ve Demsetz'in araştırmaları büyük rol oynamıştır.

Jensen ve Meckling, şirket sahipleri ile yöneticiler arasında düzenlenen sözleşmelerin davranışsal yönüne odaklanmışlardır.⁸ Buna göre, vekalet ilişkisi, bir veya daha fazla asil'in (sermayedar) bir kısım karar verme yetkilerini de delege ederek bazı hizmetleri vermesi için vekil'i işe almasıdır. Eğer bu sözleşmenin her iki tarafı da fayda maksimizasyonu amacıyla ise vekillerin her zaman asillerin yararını gözetmeyecekleri söylenebilir. Jensen ve Meckling şirket hissedarlarının sermaye sahipliğine karşılık şirketin %100'üne sahip olmayan yöneticiler tarafından yönetilmesi durumunda bir firma yönetiminin başlıca amacı olan hissedar zenginliğinin ve firma değerinin maksimize edilmesinden sapmalar oluşacağı ve vekalet sorununun firmalardan üniversiteler, kooperatifler, devlet kurum ve kuruluşlarına kadar her yönetim kademesinde ortaya çıkan bir durum olduğu üstünde durmuşlardır.⁹

Jensen ve Meckling yöneticilerin sermaye sahipliği arttıkça şirket varlıklarını boş yere harcamayarak karlı yatırım projelerine gireceğini ve hissedarlar ile aralarında temsilcilik problemlerinin azalacağını ifade etmiştir; dolayısıyla Jensen ve Meckling yöneticilerin sermaye paylarının artması ile birlikte hissedarlar ile olan ilgi ve çıkarlarının birleşeceğini ve sonuçta firma değerinin artacağını belirtmişlerdir.

⁷ Berle ve Means, s.244

⁸ Michael C. Jensen ve William H. Meckling. "Theory of The Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure", **Journal of Financial Economics**, October 1976, V.3, No:4, s.309

⁹ Jensen ve Meckling, s.310-311

Fama ve Jensen ise Adam Smith'den Berle ve Means'a ve Jensen'den Meckling'e kadar geçerli olan mülkiyet ve kontrol'ün ayrılmasıyla kurumların ayakta kalmasını açıklayarak büyük şirketlerde gözlenen karar ve risk taşıyan işlevlerin birbirinden ayrılmasının büyük profesyonel ortaklıklar, finansal kurumlar ve kar amacı gütmeyen kurumlar için de geçerli olduğunu ayrıca bu ayrıştırmanın kurumlarda mevcut olmasının nedeninin yönetim ve risk konusunda uzmanlaşmanın yararları ile karar ve risk üstlenen birimlerin ayrışmasından kaynaklanan temsil sorunlarını kontrol altına almaya yönelik etkili ortak yaklaşım olduğunu ileri sürmektedirler.¹⁰ Buna göre bir kurumun karar süreci; yönetim (başlama ve uygulama) ve kontrolden (onaylama ve izleme) oluşmaktadır. Riski üstlenenlerin karar yönetiminden ayrılması, karar yönetimini karar kontrolünden ayıran karar süreçlerine yolaçmakta, karar yönetiminin ve karar kontrolünün birkaç mercide birleştirilmesi çoğunlukla bu merciler ile sınırlandırılmış artık zarar talep edenlere yolaçmaktadır. Karar yönetimi ve kontrol fonksiyonları bir veya birkaç merci içerisinde birleştirildiğinde, artık zarar talepleri sadece karar alıcılar için geçerli olacak ve artık zarar talep edenler ile karar alıcılar arasındaki temsil sorunları asgari düzeyde oluşacaktır.¹¹ Bu durum mülk sahipliği, küçük ortaklıklar, ve küçük ölçekli üretim ve hizmet faaliyetlerindeki, hisseleri az sayıda kişinin elinde bulunan şirketler için geçerlidir.¹² Yani mülkiyet ve kontrolün aynı kişilerin elinde toplandığı, artık zarar talebinin geçerli olmadığı şirketler için (ki bu işletmeler genellikle ölçek ekonomisinin sözkonusu olmadığı ve risk üstleniminin sorun oluşturmadığı firmalardır) karar yönetimi ve karar kontrol süreçleri aynı kişilerde toplanır ve vekalet sorunları da sözkonusu olmaz.

Diğer taraftan, riski üstlenenlerin karar yönetiminden ayrılması, karar yönetimini karar kontrolünden ayıran karar süreçlerine yolaçmakta ve bu tür kurumların çoğu kompleks yapılara sahip olmaktadır. Bu ise, mülkiyet ve kontrol ayrımının gerçekleşmesidir. Karar kontrolünün ve risk taşımanın neredeyse tamamen ayrılması ve üzerinde uzmanlaşılması, yaygın artık zarar talep

¹⁰ Eugene F. Fama ve Michael C. Jensen, "Separation of Ownership and Control", **Journal of Law and Economics**, Vol.XXVI, June 1983, s.302

¹¹ Artık zarar için bkz: s.41

¹² Fama ve Jensen, s.23

edenlerin çoğunun karar süreçlerine katılacak nitelikte olmaması ve karar kontrol haklarını karar mercilerine devretmiş olması büyük halka açık şirketlerde ve finansal ortaklıklarda yaygındır. Ortakların sayısının çok olması durumunda her birinin kararları onaylaması ve izleme sürecine katılması verimli olmamaktadır. Kompleks kurumlarda yaygın artık zarar talepleri ve riski üstlenenlerin karar işlevlerinden ayrılmasının getirileri, genelde karar yönetimini ve kontrolü ayıran mekanizmaların sebep olduğu masraflar da dahil olmak üzere ortaya çıkarmış olduğu temsil sorununun maliyetlerinden fazladır.¹³ Bu çerçevede, uzmanlaşmış üretim süreçleri ve risk paylaşımının yararlı olduğunun bilinmesi durumunda ise firmalar (halka açık firma, profesyonel ortaklık ve yatırım ortaklıkları) sahiplik, kontrol ve risk paylaşımı fonksiyonlarını birbirlerinden ayıracaklardır. Fama ve Jensen'e göre; söz konusu ayırım vekalet maliyetlerini azaltacağından firma performansını artırır.

Demsetz; vekalet ilişkilerinin firma değerini düşüreceği yolundaki düşünceye katılmadığını aksine firma değerini yükseltebileceğini veya sahiplerin yönetimine göre profesyonel yöneticilerin firma değerini arttırabileceğini ifade etmiştir. Demsetz'e göre, vekalet maliyetleri (denetleme maliyetleri, sözleşme maliyetleri ve artık zarar¹⁴) vekillerden dolayı değil firma nedeniyle ortaya çıkan bir husustur.¹⁵

Hissedar sayısı arttıkça her birinin refahı firmanın başarısına daha az bağımlı olur ve yönetimin, çok sayıdaki yaygın ortağın isteklerini etkin bir şekilde organize etmesi çok zordur. Fakat bu, firma değerinin düşeceği anlamına gelmez ve ortaklık hisselerinin muhtemel alıcısı, küçük hissedarların firma kontrolündeki bu asgari etkisini fark eder. Yaygın sahipliğin kar maksimizasyonunu ortadan kaldırdığını düşünmek mantıksızdır. Aslında kar maksimizasyonu yaygın sahiplik yapısını gerektirebilir. Değerli aktiflerin bir grup hissedar sahip tarafından verimli bir şekilde kontrol edilemeyeceğini düşünmekte mantıklı değildir. Genel olarak kendi adına

¹³ Fama ve Jensen, s.312

¹⁴ Vekalet maliyetleri için bkz: s. 40

¹⁵ Harold Demsetz, "The Structure of Ownership and the Theory of the Firm", **Journal of Law & Economics**, Vol.XXVI (June 1983), s.376

faaliyet gösteren sahiplerin kişisel çıkarları bu kişileri ortaklıkta etkin kontrolde bulunmaya sürükler.¹⁶

Demsetz'e göre, çalışmaların gözardı ettiği husus firma üst yönetiminin ve bazende büyük hissedarların kazançlarının hisse değeriyle çok yüksek derecede ilişkili olduğu gerçeğidir. Bu bağlantı sadece kar payları ile değil, yöneticilerin hisse sahipliğiyle de alakalıdır. Bu çerçevede sahiplik ve kontrol sanıldığı kadar ayrı değildir.¹⁷ Çok açıktır ki kar maksimizasyonuna yönelik davranışlarda devam eden bir istek mevcuttur ve Demsetz; bireysel çıkarların ekonomik davranışta çok önemli bir rol oynadığı bir dünyada, değerli kaynakların sahiplerinin sistematik olarak çıkarlarına hizmet etmeye güdümlü olmayan yöneticileri kontrol etmekten feragat ettiklerine inanmanın mantıksızlık olduğunu belirtmiştir.¹⁸

Demsetz ve Lehn, sahiplik yapısını etkileyen üç önemli husustan birinin değer maksimizasyonunun boyutu olduğunu belirtmiş ve bir firmanın rekabet bakımından uygun büyüklüğü ne kadar fazla olursa, o firmanın sermaye kaynaklarının da o kadar yüksek olacağı ve sahipliğin belirli bir kısmının satış değerinin de o kadar yükseleceğini ifade ederek yaygın mülkiyet yapısında da sahiplerin hissedar zenginliğinin maksimize edilmesi davranışında tutarlı olacaklarını belirtmişlerdir.¹⁹ Sahiplik yapısını etkileyen ikinci husus, kontrol potansiyelidir ve kontrol potansiyeli ise; firma sahiplerinin daha etkili bir şekilde yöneticilerin performansını gözlemlemesi sonucunda ortaya çıkan varlık kazanımıdır. Üçüncü etken olarak düzenlemeler ve kurallar gösterilmiş ve düzenlemelerin yöneticilerin izlenmesi ve disiplininde kolaylıklar sağladığı belirtilmiştir.²⁰ Şirket hisselerinin küçük paylar halinde yaygın olarak dağılması durumunu da inceleyen Demsetz ve Lehn, küçük paylara sahip fazla sayıdaki ortağın, ortakların zamanlarını ve enerjilerini diğer işlerine ayırmalarından dolayı şirket yöneticilerinin görevlerini aksatmalarına neden olduğuna işaret etmişlerdir. Görevi aksatmanın en önemli sonucu olarak

¹⁶ Demsetz, s.386

¹⁷ Demsetz, s.388

¹⁸ Demsetz, s.390

¹⁹ Harold Demsetz ve Kenneth Lehn, "The Structure of Corporate Ownership Causes and Consequences", **Journal of Political Economy**, 1985 Vol.93, No.6, s. 1158

²⁰ Demsetz ve Lehn, s.1161

şirketin performansının düşmesi gösterilebilir ki, bu şekilde ortaya çıkan zarara tüm ortaklar sahip oldukları hisse miktarı ile orantılı olarak katlanırlar.²¹

Yaygın sahiplik yapısının sonuçları, sahiplik yoğunluğu ile karlılık arasında çok yüksek bir korelasyon olduğunu göstermektedir. Eğer yaygınlık, sahiplerin karlılığından ziyade yöneticilerin ihtiyaçlarını karşılamaya yol açarsa daha sonra ortaya çıkan yoğun sermaye sahipliği, yönetici davranışları ile sahiplerin ilgileri arasında daha güçlü bir bağlantı kurar ve firma daha yüksek karlılığa ulaşır.²²

1.1.2.Ampirik Çalışmaların Gelişimi

Morck, Shleifer, Vishny yöneticilerin sermaye sahipliği ve firma değeri arasındaki ilişkiyi Tobin Q rasyosu ile tanımlayan bir veri analizi yapmışlardır. Morck, Shleifer ve Vishny 1988 yılındaki çalışmalarında firma değerini Tobin Q (= Şirketin Piyasa Değeri / Toplam Varlıkları Yenileme Maliyeti) ile ölçmüşlerdir. Şirketin piyasa değeri hesaplanırken, hisse senetlerinin piyasa değeri ile borcun ve imtiyazlı hisse senetlerinin tahmin edilebilen toplam değerleri alınmaktadır. Yöneticilerin sermaye sahipliğinin firma değeri üzerindeki etkisi tahmin edilirken, 1980 yılı 371 Fortune 500 şirketindeki yöneticilerin sermaye paylarına göre gruplayarak yatay kesit analizi yapılmıştır. Kırılma noktaları % 5 ve % 25 olarak alınmıştır. Yöneticilerin sermaye payı %0 ve %5 arasında ise, sermaye payındaki %1'lik bir artış, Tobin Q'da % 6,2'lik bir artış yaratırken; % 5 ve % 25 arasında yöneticilerin sermaye payındaki % 1'lik bir artış, Tobin Q'yu % 1,6 düşürmektedir. Yöneticilerin sermaye payı % 25'in üzerine çıktığında, her % 1'lik bir artışta % 0,8'lik bir artış görülmüştür. Bu şekilde iki alternatif hipotez olan çıkarların yaklaşımı ve yerleşiklik hipotezinin her ikisiyle de uyumlu bir açıklama yapılabilmektedir. Tobin Q'da % 5'e kadar olan ilk artış yöneticilerin sermaye payı arttıkça hissedarların çıkarlarıyla kendi çıkarlarının uyumlaştırmasına ve firma değerinin artmasına yol açmaktadır. Yöneticilerin % 5'in üzerinde sermaye payına sahip olması durumunda oluşacak bir artış, artan oy hakkı nedeniyle yöneticinin firmada kendini yerleşik hissetmesi, bulunduğu mevkiî işgal

²¹ Demsetz ve Lehn, s.1156

²² Demsetz ve Lehn, s.1174

etmesi, görev sürelerinin uzaması, profesyonel yöneticilerin işe alınma oranının düşmesi, firma içi yöneticilerin % 5 oranından fazla paya sahip büyük hissedarlara karşı üstünlük sağlaması gibi sonuçlar doğurarak yöneticilerin şirket dışı ilgi alanlarını tatmin etmesi ve firma değerinin düşmesi ile neticelenecektir. % 5 ve % 25 aralığında yerleşiklik etkisi baskın çıkarken, yöneticilerin sermaye payının % 25'i aşması durumunda % 5'ten önceki kadar belirgin olmasa da tekrar bir çıkarların yaklaşımı etkisi oluşmaya başlar ve yöneticilerin sermaye payı arttıkça firma değerinin arttığı görülür.²³

Ayrıca Morck, Shleifer ve Vishny yönetim kurulunda kurucu aileler olmasının Tobin Q üzerindeki etkisine de bakmışlar ve 1950 öncesi kurulan firmalarda kurucu ailelerin varlığının Tobin Q'yu azaltırken, 1950 sonrası kurulan firmalarda Tobin Q'yu artırdığını bulmuşlardır. Buna göre genç firmalarda yönetim kurulunda bulunan kurucu aileler girişimci bir rol oynarken, eski firmalarda kurucuların kendilerini daha yerleşik hissettiği söylenebilir. Ancak eski ve yeni bütün şirketleri kapsayan ve yönetim kurulunda kurucu bir ortağın bulunmasını test eden ilişkide Tobin Q'nun düştüğü, firma değerinin azaldığı görülmektedir. Böylece Morck, Shleifer ve Vishny yönetim kurulundaki yöneticilerden en az birinin kurucu aileden olması durumunda firmanın ele geçirme girişimleri sonucu başkalarının kontrolüne geçme ihtimalinin düştüğüne bir kanıt getirmişlerdir.²⁴

McConnell ve Servaes Tobin Q vasıtasıyla dahili ve harici hissedarlık ilişkilerini biri 1976 diğeri 1986 yılına ait olan iki farklı yatay kesit örneğindeki 1000'in üzerinde firma verileri üzerinden test etmişlerdir. Firma değeri ve yöneticilerin sermaye payları arasında, sermaye paylarının % 0 ve yaklaşık olarak % 40 ve % 50 arası bir değere kadar pozitif olarak firma değerini etkilediğini, daha sonra negatif olduğu sonucuna ulaşmışlardır. McConnell ve Servaes sonuçlarının doğruluğunu test etmek için Morck, Shleifer ve Vishny'nin kontrol değişkenleri ve yine onların kullandıkları muhasebesel karlılık oranlarını çalışmalarına dahil etmişlerdir. Örneklerinin karşılaştırılabilirliğini sağlamak için uyarlama çalışmaları da yapmışlar ve % 0 ile % 5'e kadar sahipliğin firma değerini pozitif yönde

²³ Randall Morck, Andrei Shleifer ve Robert Vishny, "Management Ownership and Market Valuation", **Journal of Financial Economics**, XX, 1988, s.298

²⁴ Morck, Shleifer, ve Vishny, s.313

etkilediği sonucuna ulaşmışlar ancak % 5'in üzerindeki sahipliğe ilişkin olarak Morck, Shleifer ve Vishny'nin bulgularını teyid edecek sonuçlara ulaşamamışlardır.²⁵

Hermalin ve Weisbach da Morck, Shleifer ve Vishny ile McConnel ve Servaes gibi firma değeri ve yöneticilerin sermaye sahipliği arasında önemli ve farklı eğrisel sonuçlar buldukları çalışmalarında 142 New York Stock Exchange firmasını incelemişlerdir. Hermalin ve Weisbach yönetsel sahiplik ve yönetim kurulu bileşiminin Q üzerindeki etkilerini tahmin etmişlerdir. Tobin Q'nun % 1'lik bir sermaye payına kadar artış gösterdiği, sermaye payının % 1 ve % 5 arası olduğu durumda negatif bir ilişkiye rastlandığı, % 5 ve % 20 arasında tekrar pozitif hale gelerek % 20'den sonra sürekli negatif bir ilişki gözlemlendiği ayrıca yönetim kurulu kompozisyonu ile firma değeri arasında ilişki gözlemlenemediği sonuçlarına ulaşmışlardır.²⁶

Loderer ve Martin hem Tobin Q ile ölçtükleri performansı hem de sermaye sahipliğini birbirine ve başka faktörlere bağımlı değişken olduklarını kabul ederek eşanlı regresyonlar gerçekleştirmişlerdir. Oluşturdukları regresyonlarda Tobin Q; yöneticilerin sermaye sahipliği ile satışların logaritması ve ele geçirmenin hisse senedi ile yapıp yapılmadığını gösteren kukla değişken vasıtasıyla ölçümlenmeye çalışılmış ve sonuç olarak ilişkilerin önemli olmakla birlikte, açıklama gücünün zayıf olduğuna dikkat çekmişlerdir. Yöneticilerin sermaye sahipliği Tobin Q ile ölçülen performansı açıklayamazken, Tobin Q yöneticilerin sermaye sahipliğini azaltan bir açıklayıcıdır.²⁷

Cho, yatay kesit verileri ve sahiplik bilgilerini kullanarak Morck, Shleifer ve Vishny ile benzer sonuçlara ulaşmıştır. Bununla birlikte dahili sahipliğin bağlı olduğu üç denklemlilik bir sistem tahmininde bulunmuştur. Buna göre dahili sahiplik; Q, yatırımlar ve bir dizi kontrol değişkenine bağlıdır. Q ise; dahili sahiplik, yatırımlar ve bir dizi kontrol değişkenine bağlıdır ve yatırımlar da

²⁵ John McConnel ve Henri Servaes, "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value", *Journal of Financial Economics*, XXVII, 1990, s. 610

²⁶ Benjamin E. Hermalin ve Michael S. Weisbach, "The Effect of Board Composition on Corporate Performance", *Working Paper, Massachusetts Institute of Technology, Cambridge, MA*, 1987, s.18

²⁷ Claudio Loderer ve Kenneth Martin, "Executive Stock Ownership and Performance: Tracking Faint Traces", *Journal of Financial Economics*, XLV, 1997, s.245

dahili sahiplik, Q ve bir dizi kontrol değişkeni ile ilişkilidir ve Cho, bu denklem sistemi içerisinde Q'nun sahiplik yapısını etkilediği tahmininde bulunmuştur.²⁸

Himmelberg, Hubbard ve Palia yöneticilerin sermaye paylarının Tobin Q üzerinde test edilmesinin çok doğru olmadığını göstermişlerdir; çünkü, Tobin Q'yu etkileyen bazı değişkenler, aynı zamanda yöneticilerin sermaye paylarını da etkilemektedir ve sermaye sahipliği diğer faktörlerden bağımsız olarak alınamaz. Örneğin, firma büyüklüğünün artması gözlem maliyetlerini artırdığı için yöneticilerin sermaye paylarını artırıcı bir etki yaratmaktadır. Sabit sermaye yatırımlarının gözlemlenebilirliğinin daha kolay olması, yöneticilerin daha az sermaye payı olmasıyla veya araştırma-geliştirme ve reklam harcamaları gibi isteğe bağlı olarak yapılan harcamaları gözlemlenmenin yaratacağı temsilcilik maliyetinin fazla olması, yöneticilerin daha fazla sermaye sahibi olmasıyla sonuçlanmaktadır. Ayrıca riskin artması yöneticilerin ellerinde daha az hisse bulundurmalarıyla sonuçlanacaktır. Sonuçlar hem gözlenebilen firma karakteristikleri hem de gözlenemeyen sabit etkiler kontrol altına alınsa bile Tobin Q'yu etkilemesi beklenen yöneticilerin sermaye payının açıklanabilirliğinin başka değişkenlere bağlı olduğunu göstermektedir ve bu nedenden dolayı yöneticilerin sermaye payındaki değişimlerin firma performansını etkilediği ekonometrik olarak saptanamamıştır.²⁹

Holderness, Kroszner ve Sheehan; Morck, Shleifer ve Vishny ile Demsetz ve Lehn'in çalışmalarında kullandıkları verileri kullanarak yaptıkları çalışmalarında Morck, Shleifer ve Vishny gibi % 0 ve % 5 arasındaki yönetimsel sahipliğin firma değerini oldukça önemli yönde etkilediği fakat %5'in üzerindeki yönetimsel sahipliğin (Morck, Shleifer ve Vishny'nin tespitlerinin aksine) istatistiksel olarak anlamlı bir ilişkisini tespit edememişlerdir.³⁰

²⁸ Myeong-Hyeon Cho, "Ownership Structure, Investment and Corporate Value:An Empirical Analysis", **Journal of Financial Economics**, XLVII, 1998, s.119

²⁹ Charles P. Himmelberg, R. Glenn Hubbard ve Darius Palia, "Understanding the Determinants of Managerial Ownership and the Link Between Ownership and Performance", **Journal of Financial Economics**, LIII, 1999, s.381

³⁰ Clifford, G. Holderness, Randall S. Kroszner ve Dennis P. Sheehan, "Were the Good Old Days That Good? Changes in Managerial Stock Ownership Since the Great Depression", **The Journal of Finance**, Volume 54, Issue 2, April 1999, s.465

Demsetz ve Villalonga 2001 yılında yaptıkları çalışmalarında, sahiplik yapısı ve firma değeri arasındaki ilişkilerin finans literatürünün önemli ve devam eden bir tartışma konusu olduğunu, tartışmanın Berle ve Means'in yaygın sermaye sahipliği ve firma değeri arasındaki ters ilişki üzerinde yoğunlaştığını belirtmişler ve bu görüşün Demsetz'in 1983 yılında ortaya attığı sahiplik yapısının endojenliği kavramı ile yeni bir noktaya götürüldüğünü, buna göre yaygın sermaye sahipliğinin hisedarlar tarafından oluşturulan bir yapı ve bu yapının da amacının hissedarların kar paylarını maksimize etmek olması nedeniyle sahiplik yapısı ile firma değeri arasında sistematik bir ilişki olmaması gerektiğini ifade etmişlerdir.³¹ Çalışmalarında sahiplik yapısını içsel bir değişken ve iki boyutu ile de yönetimin sahip olduğu hisselerin oranı ve beş büyük hissedarın oranı şeklinde dikkate almışlardır. İkiyüzyirmiüç firma üzerinde yapılan çalışmalar sonucunda kanıtların sahiplik yapısının içsel bir değişken olduğunu teyid ettiği ancak sahiplik yapısının firma değerini etkilediğine yönelik düşünceleri desteklemediği sonuçlarına ulaşmışlardır.³² Ulaştıkları bir diğer sonuç ise tek denklemliler; sahiplik yapısının firma değerini ölçümlemede önyargılı sonuçlar verdiği, çünkü sahiplik yapısındaki tercihlerin kompleks yapısını yansıtamadığıdır. Sonuçların firmaların faaliyette bulunduğu ekonomik yapılar çerçevesinde tutarlı olduğu ve firmaların ele geçirme girişimleri,³³ yönetsel hisse alımları, devralmalar ve düzenli hisse alım satımlarına konu olduğu ve bu pazar koşulları altında firmaların uygun sahiplik yapılarını oluşturacağını, buradaki ilişkinin sahiplik yapısı ve firmaya yatırılan sermayenin geri dönüş oranı ile ilgili olduğu ifade edilmiştir.³⁴

1.1.3.Ülkelerin Sermaye Yapılarının Değerlendirilmesi

Teorideki gelişmeler yanında yapılan araştırmalarda değişik dünya ülkelerindeki sermaye sahipliği yapıları da ortaya konulmaya çalışılmış ve sonuçlar üzerinden karşılaştırmalar yapılmıştır. Aşağıda bu araştırmaların

³¹ Harold Demsetz ve Belen Villalonga, "Ownership Structure and Corporate Performance", **Journal of Corporate Finance**, VII, 2001, s.209

³² Demsetz ve Villalonga, s.211

³³ Ele geçirme girişimleri ile ilgili olarak bkz: s.37

³⁴ Demsetz ve Villalonga, s.233

kapsadıkları ülkelerin gruplandırılma şekilleri nedeniyle öncelikle dünya ülkelerindeki sermaye yapıları ile ilgili araştırmalara daha sonra ise Avrupa ülkeleri ile Türkiye’de konuya ilişkin çalışmalara yer verilmektedir.

1.1.3.1.Dünya Ülkelerindeki Sermaye Sahipliği Yapıları

La Porta, Lopez ve Shleifer yirmiyedi zengin ülkedeki (Amerika, Avusturya, Arjantin, Avustralya, Kanada, Hong Kong, İrlanda, Japonya, Yeni Zellanda, Norveç, Singapur, İspanya, İngiltere, Belçika, Danimarka, Finlandiya, Fransa, Almanya, Yunanistan, İsrail, İtalya, Güney Kore, Meksika, Hollanda, Portekiz, İsveç, İsviçre) sermaye yapısını belirleyen çalışmalarında, bu ülkelerin büyük firmalarında kontrol gücüne sahip olan en büyük hissedarları belirlemişlerdir. Çalışmalarında, farklı ülkelerdeki önemli halka açık firmaların mülkiyet yapılarına dair oldukça az sistematik veriye sahip olunması ve Berle ve Means’in firma tanımının doğruluğuna dair karşılaştırmalı bir perspektifin yapılamamış olması önemli rol oynamıştır. Çalışmada, 27 (genellikle en zengin) ekonominin her birinde bulunan en büyük halka açık 20 firmanın ve birkaç küçük firmanın mülkiyet yapısı belirgin bir biçimde incelenmektedir çünkü, bu firmalar için geniş çapta dağılmış mülkiyet olasılığı çok büyüktür. Buradaki ana amaç, mümkün olduğunca nihai sermaye sahiplerinin ve firmalardaki oy kullanma hakkına sahip olanların kimliklerini ortaya çıkarmaktır.

Bu veriler çerçevesi ve karşılaştırmalı bir perspektif içerisinde Berle ve Means’in teziyle ilgili dört adet kapsamlı soruya cevap aranmıştır. Öncelikle, önemli sayılan oy kullanma hakkına sahip malikleri olan firmaların tersine, farklı ülkelerdeki firmaların yaygınlıkları ne ölçüdedir? İkinci olarak, firmaların önemli mülk sahipleri varsa, kimdir acaba bunlar? Aileler midirler, hükümet mi, finansal kurumlar mı veya - yaygın firmalar mı - diğer firmalar mı? Bankalar hangi sıklıkta şirketleri denetlerler? Bu, Alman kurumsal yönetimi modeline dair yapılan yaygın tartışmalar ışığında şirket finansmanındaki önemli bir konudur. Üçüncüsü, bu mülk sahipleri otoritelerini nasıl sürdürürler? Sadece sınırlı sermaye mülkiyetiyle denetleme yapma olanağı veren, üstünlük sağlayıcı oy kullanma haklarıyla birlikte hisselerini kullanırlar mı? Alternatif olarak, onların denetimleri üzerinde olan tehdidi azaltmak için karmaşık çapraz mülkiyet yapıları oluşturmakta mıdır? Şirketler silsilesi yoluyla firmaları

denetleyebilecekleri piramitler mi oluşturuyorlar? Dördüncü olarak ülkelerin mülkiyet yapıları arasındaki farkları açıklayan şey nedir? Örneğin, Berle ve Means'in genel olarak benimsenen firma imajı, neden A.B.D.'de, Meksika veya İtalya'da olduğundan çok daha fazla tanımlayıcıdır? ³⁵

La Porta, Lopez ve Shleifer'in çalışmasında kullanılan verilerin irdelenmesi ulaşılan sonuçların değerlendirilmesi anlamında oldukça önemli olduğundan burada ayrıntılı olarak açıklanmaktadır. Bahse konu çalışma, 27 ülkeden alınan şirketlerin mülkiyet yapısına dair veri tabanı ile 1993 yılı kişi başına düşen gelire dayalı olarak genellikle en zengin ülkeleri ele almakta ancak önemli borsaları olmayan birkaç ülkeyi (Kuveyt, Birleşik Arap Emirlikleri, Suudi Arabistan) hariç tutmaktadır. Her ülke için iki firma örneği alınmıştır. İlk örnek, 1995 yıl sonu itibariyle öz sermayenin piyasa değeriyle sıralamaya tabi tutulduğu üst düzey 20 firmadan oluşmaktadır. İkinci örnek, 1995 yıl sonu itibariyle en az 500 milyon dolarlık öz sermayeli piyasa değerine sahip her ülkeden en küçük 10 firmayı mümkün mertebe ele alır. İlk numuneye "büyük boy firmalar" ikinci numuneye ise "küçük boy firmalar" adı verilmekle beraber küçük borsası olan ülkeler için bu iki örnek birbiriyle çakışmakta dahası, 6 ülke için (Arjantin, İrlanda, Avusturya, Yeni Zelanda, Yunanistan ve Portekiz) piyasa değeri 500 milyon doların üzerinde olan 10 adet halka açık firmaya sahip olunmaması da ayrı bir sorundur. Kural olarak şirketlere ilişkin bilgiler Worldscope veri tabanından alınmış, bu veri tabanı kapsamının sınırlandırıldığı 4 ülke için (Arjantin, İsrail, Meksika ve Hollanda) diğer kaynaklar (yıllık raporlar, genel kurul vekaletnamelerine ve – çeşitli ülkeler için – şirketlerinin mülkiyet yapılarını detaylandıran ülkeye özgü kitaplar) ile internet üzerinden sağlanan veriler kullanılmış ancak Yunanistan ve Meksika için en büyük 20 firma çalışmaları yeterli mülkiyet verileri temin edilememesi nedeniyle yapılamamıştır. Kore için farklı kaynaklar, "chaebol"lerin (çok şirketli iş grupları) şirket mülkiyeti yapılarına dair çelişen bilgiler vermesi nedeniyle Koreli bilim adamlarının tavsiyeleri doğrultusunda "chaebol"ler için en iyi kaynakların 1984 yılından itibaren geçerli olması dolayısıyla eski ama güvenilir veriler kullanılmıştır.

³⁵ Rafael La Porta, Florencio Lopez-de Silanes ve Andrei Shleifer, "Corporate Ownership Around The World", *Journal of Finance*, LIV, October 1998, s.3

Şirket denetimlerini açıklamak amacıyla, genelde oyların % 10'u üzerinde denetimi olan tüm hissedarlar incelenmiş ve sınır noktası olarak % 10 kullanılmıştır çünkü, % 10 sınırı anlamlı bir oy eşiği olarak değerlendirilmekte ve bir çok ülke, % 10 hatta genellikle daha az mülkiyet hisseyi açıklama yetkisi vermektedir.³⁶ Mülkiyet sahipleri olarak 1.Bir aile veya bir birey 2.Devlet 3.Bir banka veya bir sigorta şirketi gibi yaygın bir kurum 4.Yaygın bir şirket veya 5.Bir kooperatif, oy kullanma hakkı olan bir tröst veya tek denetleyici yatırımcısı olmayan bir grup gibi çeşitli oluşumlar şeklinde gruplandırma yapılmıştır. Her ülke bünyesinde, her firma bu türlerden biri olarak sınıflandırılmış ve yaygın firma, aile denetimli firma, devlet denetimli firma, yaygın bir finansal kurum tarafından denetimli firma gibi kategoriler oluşturularak her ülkedeki her firma türünün sıklığı hesaplanmış ve ülkeye ilişkin genel sonuçlar çıkarılmıştır.³⁷

Dünyanın 27 zengin ekonomisi baz alınarak yapılan çalışmada; % 20'lik denetim tanımını kullanarak firmaların % 36'sının yaygın firmalar, % 30'unun aile denetimli, % 18'inin devlet denetimli firmalar olarak ve geriye kalan firmaların da diğer kategorilere dağıldığı tespit edilmiştir. Bir başka deyişle zengin ülkelerde bulunan firmaların sadece % 36'sı Berle ve Means'in belirttiği gibi dağınık sermayeli şirketlerdir. Bunun yanında İngiltere'de 20 firmanın tamamının, Japonya'da 20 firmanın 18'inin, ve ABD'nde 20 firmanın 16'sının yaygın firma tanımına uygun düşmesi yanında Arjantin, Yunanistan, Avusturya, Hong Kong, Portekiz, İsrail ve Belçika'da yaygın firmalar hala hemen hemen hiç yoktur.³⁸

Temel mülk sahipleri; aileler ve devlettir. Bu çalışmada devlet denetimli şirketlerin yüksek orana sahip olması, en büyük firmaların numune olarak alındığını ve özelleştirme çalışmalarının hala çoğu ülkede tamamlanmamış olduğu düşünülürse şaşırtıcı değildir. Avusturya'da en büyük halka açık firmaların % 70'inin, Singapur'da % 40'ının, İsrail ve İtalya'da % 40'ının devlet denetimli olması gerçeği, dünyada savaş sonrası güçlü devlet mülkiyetini hatırlatmaktadır.

³⁶ La Porta, Lopez-de Silanes, Shleifer, s.7

³⁷ La Porta, Lopez-de Silanes, Shleifer, s.8

³⁸ La Porta, Lopez-de Silanes, Shleifer, s.16

Bu noktada, 500 milyon dolara yakın piyasa değerlemeleriyle tanımlanan orta boy firmalar için % 20'lik zincirleme denetim tanımını kullanan bu firmaların sonuçları incelendiğinde yayılmış mülkiyete dair dünyadaki büyük firmaların % 36'lık oranına kıyasla, ortalamanın % 24 olduğu görülmektedir. Japonya'da olmasa da, ABD ve Birleşik Krallıkta bulunan orta boy firmalar yaygın firmalar olma durumlarını sürdürmektedirler. Orta boy firmalar için ailelerce denetlenen firmaların yüzdesi, mülkiyet yapısını egemen yapı haline getirerek % 45'lik bir dünya ortalamasına yükselmektedir.

Hissedarın iyi ve kötü olarak korunmasının söz konusu olduğu ülkelere dair yapılan karşılaştırma göstermektedir ki, yaygın firmaların bulunduğu ülkelerde iyi koruma durumu daha fazladır. Hissedarın iyi korunduğu ülkelerdeki % 38'lik orana kıyasla, hissedarın kötü korunduğu ülkelerdeki orta boy firmaların sadece % 13'ü yaygın firmalardır. Hissedarın iyi korunduğu ülkelerdeki orta boy firmaların % 39'unda yatırımcıların kötü korunduğu ülkelerde ise % 50'sinde ailelerin denetimi söz konusudur.³⁹

Sonuç olarak dünyada sadece en büyük firmalara ve çok katı bir denetim tanımına bakacak olursak, yayılmış mülkiyetin nerdeyse aile mülkiyeti kadar yaygın olduğunu anlarız. Ancak, oradan orta boy firmalara, daha yumuşak bir denetim tanımına ve yatırımcının kötü korunduğu ülkelere geçildiğinde, yaygın firmalar istisna haline gelirler. Berle ve Means, büyük Amerikan şirketlerine dair doğru bir mülkiyet imajı oluşturmakla beraber bu imaj; evrensel bir imaj olmaktan uzaktır. Bu sonuçlar, mülkiyet ve denetimin ayrılmasına dair Berle ve Means'in önerdiğinden çok farklı bir resmi önümüze koyar. Belli ülkelere göz atmadığımız ve çok kısıtlı olan denetim tedbirleri ve çok büyük firmalar üzerinde yoğunlaşmadığımız sürece, yaygın firmalar oldukça sıra dışı görünürler. Tersine, aile denetimi çok olağandır. Nakit akışı haklarına dair önemli ölçüde fazlası olan firmalar üzerinde, ailelerin özellikle piramitler yoluyla sıkça denetim hakları vardır ve tipik tarzda denetledikleri firmaları yönetirler. Berle ve Means'in kastettiği anlam içerisinde gerçekten denetimleri olan nihai mülk sahipleridirler. Dahası, tabi ki hissedarlar gibi olmayan finansal kurumlar bu mülk sahiplerini izler

³⁹ La Porta, Lopez-de Silanes, Shleifer, s.18

görünmezler. Bu durumun oluşturduğu sorun, yöneticiler ve denetleyici mülk sahipleri arasındaki merci anlaşmazlıklarından biri olmayıp, daha ziyade denetleyici hissedarlar ve azınlık hissedarları arasındaki merci anlaşmazlıklarından birisidir.

Denetleyici hissedarlar, piramit yapılarla büyük firmaları sıkça denetlerler ve kısmen de denetledikleri firmaları yönetirler. Sonuç olarak, büyük firmalarda Berle ve Means'in açıkladığı sorun değil de, mülkiyet ve denetimin ayrılması sorunu vardır. Bu firmalarda, hissedarlara hesabı verilmeyen bir başka deyişle öz sermaye mülkiyeti olmayan profesyonel yöneticiler tarafından değil de, çıkarları azınlık hissedarlarıyla olasılıkla aynı olmayan denetleyici hissedarlar tarafından yönetilirler. Büyük firmaların egemen denetimine sahip olma konusunda bu denetleyici hissedarlar yalnız kalmış görünmektedirler ve bundan dolayı azınlık hakları (mülksüzleştirme) konusunda yetki ve çıkara sahip olabilirler.⁴⁰ La Porta ve diğerleri tarafından yazılan makalede, yatırımcıların korunmasına yönelik yasal düzenlemelerin, sermaye piyasalarının gelişmesinde önemli bir belirleyici etken olduğu ve yatırımcıların büyük hissedarların suistimallerine (azınlığın mülksüzleştirilmesine) karşı korundukları yapılarda yatırımcıların tasarruflarını sermaye piyasalarında değerlendirmekte gönüllü olacakları üzerinde durulmuştur.⁴¹

Japon bankacılık sistemi ve sahiplik yapısı üzerine incelemeler yapan Morck, Nakamura ve Shivdasani ise özellikle Japonya ve Almanya'da bankaların finansal olmayan kuruluşlar üzerinde önemli bir kurumsal yönetim rolü olduğunu belirtmektedirler. Bu ülkelerde bankalar, finansal olmayan kuruluşların tipik sermaye sahibidir.⁴²

1.1.3.2. Avrupa Ülkelerindeki Sermaye Sahipliği Yapısının İncelenmesi

Pedersen ve Thomsen 12 Avrupa ülkesinin en büyük 100 şirketi üzerinde yaptıkları çalışmada, kurumsal yönetim yapısını belirleyici olarak düşündükleri sermaye

⁴⁰ La Porta, Lopez-de Silanes, Shleifer, s.28

⁴¹ Rafael La Porta, Florencio Lopez-de Silanes, Andrei Shleifer ve Robert W. Vishny, "Legal Determinants of External Finance", **Journal of Finance**, 1997, Vol.52, No.3, s.1149

⁴² Randall Morck, Masao Nakamura ve Anil Shivdasani, "Banks, Ownership Structure, and Firm Value in Japan", **Journal of Business**, 2000, Vol.73, No.4, s.539

sahipliği yapısını incelemişlerdir. Pedersen ve Thomsen her ülkenin ulusal ve kurumsal farklılıklarının, sermaye sahipliği yapısı üzerinde firma büyüklüğü ve endüstri gibi geleneksel ekonomik faktörler kadar önemli bir etki yarattığını bulmuşlardır.⁴³

Pedersen ve Thomsen sermaye gruplarını aşağıdaki gibi gruplandırmışlardır:

Dağınık Sermaye Sahipliği: Hiçbir sermaye sahibi şirket hisselerinin % 20'sinden fazlasına sahip değildir.

Baskın Sermaye Sahipliği: Herhangi bir sermaye sahibi (şahıs, aile, şirket) hisselerin (oyların) önemli bir kısmına (% 20 < hisse < % 50) sahiptir.

Şahıs/Aile Sermaye Sahipliği: Bir şahıs veya bir aile, şirketin (oyların) çoğunluğuna sahiptir. Vakıflar da bu grupta incelenmiştir; çünkü, vakfın kurucu şahsının isteklerini yansıtması beklenir ve kurucu şahsın ailesi ya da mirasçıları vakıf üzerinde bir dereceye kadar kontrol hakkına sahiptirler.

Devletin Sermaye Sahipliği: Yerel veya merkezi hükümet şirketin (oyların) çoğunluğuna sahiptir.

Yabancı Sermaye Sahipliği: Çokuluslu yabancı bir şirket, şirketin (oyların) çoğunluğuna sahiptir.

Kooperatifler: Bir şirket kooperatif olarak tescil olunmuştur veya şirketin (oyların) çoğunluğuna bir grup kooperatif şirket sahiptir.⁴⁴

Pedersen ve Thomsen kurumsal görüş çerçevesinde 5 adet hipotez oluşturmuşlardır:

⁴³ Torben Pedersen ve Steen Thomsen, "European Patterns of Corporate Ownership: A Twelve-Country Study", **The American Economic Review**, Vol.79, No.4. (Sep.1989), s.765

⁴⁴ Pedersen ve Thomsen, s.762

1.Aynı endüstriler ve aynı büyüklükteki firmaların sermaye sahipliği yapılarında bile önemli uluslararası farklılıklar vardır. Firma büyüklüğünün sermaye sahipliği yapısına etkisi pek çok çalışmaya konu olmuştur.

2.Sermayenin dağınıklık derecesi, hisse senedi piyasasının büyüklüğü ve likiditesi ile pozitif korelasyona sahiptir. Gelişmiş hisse senedi piyasasına sahip ülkelerin şirketleri daha fazla halka açılma eğilimindedir ve daha dağınık sermaye sahipliği yapısına sahiptir. Hisse senedi piyasasının büyüklüğü ve likiditesi arttıkça bu ülkelerde yatırımcıların beklenen getirisi ve sermaye maliyeti düşecek, sermayenin dağınıklık derecesi artacaktır.

3.Banka sektörünün sermaye yoğunluğunun artması ile baskın sermaye sahipliğinin artışı arasında pozitif bir ilişki vardır. Sadece büyük sermaye sahibi bankalar şirketlerde büyük sermaye paylarını ele geçirebilirler. Düzenlemeler izin verdiği takdirde bankaların sermaye yoğunluğu, daha fazla bankanın sermaye sahibi olmasıyla sonuçlanacaktır.

4.Özel oy çoğunluğu veren sermaye sahipliğinin derecesi ile sahiplerine küçük sermaye yatırımlarını kontrol altında tutmalarına izin veren iki sınıflı hisselerin varlığı arasında pozitif korelasyon vardır. Şahıslar ve aileler genellikle şirketi kontrol altında tutmak için sınırlı oy hakkı veren hisseleri piyasaya sürerler ve bu sayede finansman sağlarlar.

5.Ekonominin uluslararası sermayeye açıklığı ve yabancı sermaye sahipliğinin miktarı arasında pozitif ilişki vardır.

Çalışma sonucunda, büyüklük ve endüstriyel etkiler kontrol altında tutulsa bile 12 farklı Avrupa ülkesindeki sermaye sahipliği yapısının farklılıklar gösterdiği bulunmuştur. Yani hipotez 1 doğrulanmıştır ve ülkeler arasındaki önemli ulusal farklılıklar vardır. Bu farklılıklar her bir ülkenin ekonomik gelişmesiyle şekillenmiş tarihi ve coğrafi farklılıklardan kaynaklanır. Bu ülkelerdeki farklılıkları özetlersek:⁴⁵

⁴⁵ Pedersen ve Thomsen, s.768

Avusturya: Büyük ölçüde Almanca konuşulan bir ülke olması itibariyle daha fazla Alman veya İsviçre yatırımlarına sahiptir. Yüksek derecedeki devletin sermaye sahipliği II. Dünya Savaşı sonrası milliyetçilik akımından kaynaklanmıştır.

Belçika: Özellikle Amerika'dan direkt yabancı yatırım çekme politikası, savaş sonrası ulusal ekonomik strateji olarak benimsenmiştir ve yabancı sermaye sahipliği yüksek bir frekans gösterir.

Danimarka: Yüksek aile ve kooperatif sahipliği görülmesi şirketlerin küçüklüğüne veya tarımsal üretimdeki avantaja bağlanabilir.

Finlandiya: Endüstriyel gelişimi geç takip eden Finlandiya'da devletin sermaye payı oldukça yüksektir.

Fransa: Milliyetçilik akımının ve 1980 başlarında Mitterand hükümetinin özelleştirme karşıtı müdahalelerinin etkisinde kalan Fransa'da da devletin sermaye sahipliği yüksektir. Bunun dışında finansal kısıtların üstesinden gelmek üzere endüstriyel şirketler tarafından oluşturulan holding şirketler baskın sermaye sahipliğinde rol oynamışlardır.

Almanya: Bankaların endüstriyelleşme sürecinde aktif rol oynaması, finansal kurumların günümüzde de pek çok şirket üzerinde baskın sermaye sahipliğine önyak olmuştur.

İngiltere: İlk defa endüstriyelleşen ülke olması sebebiyle büyük girişimlerin fonları kişisel yatırımcılardan toplanmıştır. İngiltere kişisel kapitalizm ve dağınk sermayeyle özdeşleşmiştir.

İtalya; Bu ülkede savaş sonrası endüstriyel yapılanma nedeniyle devletin sermaye sahipliği üste çıkmaktadır.

Hollanda: İngiltere'den etkilenen Hollanda'da yine dağınık sermaye sahipliği hakimdir.

Norveç: Norveç şirketleri milliyetçilik ve yetersiz yerel finansmanın bütünleştiği şirketlerdir denilebilir.

İspanya: Franco hükümetinin yabancı direkt sermaye çekme politikası İspanya'daki çokuluslu şirketlerin sayısını artırmıştır.

İsveç; İsveç'teki büyük baskın sermaye Almanya stili banka ve büyük girişimcilerin önemli rol oynadığı endüstriyelleşme sürecinin İsveç'te de gerçekleştiğinin bir göstergesidir.

Hisse senedi piyasasının büyüklüğü ile sermayenin dağınıklığı arasında pozitif bir ilişki bulunmuş ve böylece hipotez 2 doğrulanmıştır. Ülkedeki büyük bankaların sayısının artması baskın sermaye sahipliğini artırmaktadır, dolayısıyla hipotez 3 de doğrulanmaktadır. Ayrıca iki sınıflı hisselerin kullanılma sıklığı ile ailelerin sermaye sahipliği arasında pozitif ilişki bulunması hipotez 4'ü doğrulamaktadır. Ve son olarak ülke ekonomisinin dışa açıklığının yabancı sermaye sahipliğini artırması hipotez 5 i doğrular niteliktedir.⁴⁶

Pedersen ve Thomsen'in daha sonraki çalışmalarında⁴⁷ oluşturdukları 4 adet hipotez ise;

1-Şirket performansı şirketin büyük hissedarının payının yükselen ve sonra düşen bir fonksiyonudur.

2-Sahipliğin büyük hissedarın hisse değeri üzerindeki etkisi (ceteris paribus) eğer büyük hissedar banka dışı bir finansal kurum ise hisse değerini artırıcı yönde olur.

⁴⁶ Pedersen ve Thomsen, s.772

⁴⁷ Torben Pedersen ve Steen Thomsen, "Ownership Structure and Economic Performance in the Largest European Companies", **Strategic Management Journal**, 2000, s.691-695

3-Eğer büyük hissedar kurumsal yatırımcı ise şirket hisselerinin değeri artar.

4-Büyümede sahiplik gruplarının etkisi: eğer büyük hissedar kurumsal bir yatırımcı değilse satışların yükselişi düşer.

Yapılan analiz sonucunda Pedersen ve Thomsen, değer ve kar arasındaki farkın genellikle hissedar değer maksimizasyonu ile çelişkili durduğu, bunun tersine, alternatif sahip kategorilerinin amaçlar ve tercihlerle alakalı hipotezine tutarlı olduğu, sahiplik yapısı ve daha genellikle şirket yönetiminin, firma stratejisinin belirlenmesinde önemli rol oynadığı, sahipliğin bazı durumlarda efektif bir şekilde kontrol altında yöneticilere dağıtıldığı, bazı durumlarda ise kontrolün büyük sahiplerce yapıldığı, bu tip durumlarda, firma stratejisini firma yönetimiyle birleştirmek için stratejistlerin risk, zamanlama, iş ilişkileri ve büyük sahiplerin sosyal amaçlarını göz önünde bulundurmalarının gerektiği, aksi durumda firma yönetimiyle uyuşmayan firma stratejilerinin sağlıklı olmayacağı, çünkü arkalarında temel kararları verenlerin desteği olmayacağını belirtmişlerdir.

İkinci olarak, kurumsal yatırımcılar varlıklı olmakla beraber hissedar değeri ve portföy çeşitliliğinde güçlü üstünlükleri vardır. Aile firmalarında firmanın uzun süreli hayatta kalması değer likidite etmesine bağlıdır . Hükümetler iş vermek ve sosyal refah gibi sosyal neticeleri düşünürler. Firma sahipleri ise iş ve büyümeye odaklanırlar.

Üçüncü sonuçlarında ise konunun firma stratejileri ile alakalı olduğunu belirtmişlerdir. Mesela, eğer büyük sahipler finansal kurumlar ise kapital-yoğun liderlik stratejisi daha başarılı olur. Buna karşın, aile firmaları daha az kapital yoğunluğu ve daha az şeffaflık odağı olan stratejilere uygundur. Sonuçlara göre, hissedar değerindeki karları yükseltmek, Avrupa'daki en büyük firmaların sahiplik yapısını yeniden yapılandırarak sağlanabilir.⁴⁸

⁴⁸ Pedersen ve Thomsen, "Ownership Structure and Economic Performance in the Largest European Companies", s.703

Becht ve Mayer yaptıkları çalışmalarında, Kıta Avrupası'nda oy kontrol yoğunluğunun İngiltere ve Amerika'daki firmalara göre oldukça yüksek olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Büyük yatırımcıların ve yatırımcı grupların varlığı, oy kontrol yoğunluğu yüksek firmaların ortaya çıkmasına neden olmaktadır.⁴⁹

Avusturya'daki 600 en büyük şirket üzerine yapılan bir çalışmada, Avusturya; Avrupa'nın doğrudan en yüksek sermaye sahipliğine sahip ülkesi olarak tespit edilmiş, bu oranın örnek olarak seçilen en büyük 600 firma için % 80'in üzerinde olduğu belirtilmiştir. İkinci olarak devlet ve bankacılık sektörü, büyük firmaların ana hissedarıdır ve ortalama % 30'dan fazla hisse sahiplikleri sözkonusudur. Üçüncü olarak banka ve sigorta şirketlerine kanuni düzenlemelerle sağlanan hisse ortaklıkları kurma yetkisi sonucunda varlıklarını hisse ortaklıklarına transfer imkanı sağlanmış ve oldukça karmaşık bir yapı ortaya çıkmıştır. Bu banka ve sigorta şirketlerinin önemli bir bölümü, birlik olarak şekillendiğinden sahipsizlik sözkonusudur. Ayrıca bu birlikler de, belediyeler baskın role sahiptir. Sonuç olarak politik kurumlarla bu birlikler arasındaki yakın ilişkiler devlete ortaklıklar üzerinde daha fazla etkili olma fırsatı vermektedir.⁵⁰

1.1.3.3. Türkiye'deki Sermaye Sahipliği Yapısının İncelenmesi

Türkiye, banka-odaklı bir sistem içerisinde sermaye yoğun yapıdaki şirketleri barındırır. Yurtoğlu, İMKB'de 257 şirket üzerinde yaptığı çalışmada Türkiye'deki kurumsal yönetim yapısı sisteminin, şirket içi yönetime (insider) dayanan bir sistem olduğunu ifade etmiştir. Türk kurumsal yönetim yapısı sistemi şu şekilde özetlenebilir: İlk olarak, Türkiye'de çok az şirketin hisse senedi dolaşımdadır. 1997 itibariyle 51701 Türk şirketi bulunurken, bunlardan borsaya kote şirketler sadece 274 adettir. İkincisi, dolaşımda olan bu Türk şirketlerinin sermaye yoğun ve merkezîyetçi bir yapıda olduğu bulunmuştur. Aileler, doğrudan veya dolaylı olarak şirketlerin %75'ine sahip olmakta ve kontrol yoğunluğunu korumaktadırlar. Sermaye sahipliği ve kontrolün ayrılması,

⁴⁹Marco Becht ve Colin Mayer, "Corporate Control In Europe", **Kiel Week Conference: The World's New Financial Landscape : Challenges for Economic Policy**, 19-20.06.2000, s.15

⁵⁰ Klaus Gugler ve Diğerleri, "The Separation of Ownership and Control : An Austrian Perspective", **European Corporate Governance Network**, 1997, s.2,3

piramit sermaye yapılarını kullanarak veya diğer aileler ve yabancı firmalarla koalisyonlar oluşturularak gerçekleştirilebilir. Son olarak, Türkiye'de sınırlı açıklama ve sermaye yoğunluğu sonucu aktif bir şirket kontrolü piyasasının varlığından söz edilemez. Dolaşımdaki bir şirketi, kontrol gücünü elinde bulunduran sahibinin rızası olmadan ele geçirmek imkansızdır ve büyük hisselerin piyasada kötü performans gösterdiğine dair piyasada bir sinyale rastlamak çok güçtür.

Türk şirketlerinin % 7'si imalat sektöründe, % 15'i finansal sektörde çalışmaktadır; % 15'lik kısmı ise holding şirketler, servis sektörü, toptan ticaret ve inşaat alanında dağılmıştır. İkiyüzeşliyi şirket üzerinde Yurtoğlu'nun yaptığı çalışma göstermektedir ki, bu şirketlerin 99 tanesi (% 38.5'inde) en az % 50 sermaye sahibi olan büyük bir hissedara sahiptir. Aynı şirketlerin 227 tanesinde en az % 50 sermayeye sahip olan 5 büyük hissedar mevcuttur. Ayrıca sermayesi dağınık olarak nitelendirilen veya sermayenin küçük hissedarlarca elde tutulduğu şirketlerde, sermaye payı ortalama olarak % 29,9 olarak bulunmuştur. Bu sonuçlara dayanılarak, Türkiye'deki sermaye yapısının oldukça yoğun olduğu kesinleşmektedir. Yurtoğlu, en büyük hissedarları, 10 kategoride incelemiştir. Holding şirketlerin 143 firmada yaklaşık olarak % 36 oranında, finansal olmayan şirketlerin 139 şirkette % 31,7 oranında, aileler ve şahısların 128 şirkette % 27,1 oranında pay sahibi olduğu görülmektedir. Bankalar, sigorta şirketleri ve diğer finansal şirketlerin 62 şirkette yaklaşık olarak % 28,3 oranında pay sahibi olduğu görülmüştür. Bankalar, finansal şirketler içerisinde sermaye sahipliği bakımından % 32 pay oranıyla ve 45 adet şirkete ortak olmasıyla önemli bir yere sahiptir. Yabancı şirketler ise, 40 Türk şirketine ortak olmakla birlikte % 37,1 gibi büyük paylara sahiptirler. Bu grupların dışında, yöneticiler 11 şirkette, vakıflar ve emeklilik fonları 29 ve 19 şirkette sermaye payına sahiptir. Vakıfların tam bağımsız olmadığı, holding şirketlerle aralarında kanuni ilişkilere bakılarak anlaşılabilir. Pek çok holding şirket sermayelerinin küçük bir bölümünü kendi adları altında kurdukları bir vakfa tahsis ederler. Bu kategorilerin sonuncusu ise, 6 şirkete ortak olan ve yaklaşık olarak % 35 sermaye payına sahip işçi sendikaları ve kooperatiflerdir.⁵¹

⁵¹ Burçin Yurtoğlu, "Ownership Structure of Turkish Listed Firms", **The ISE Finance Award Series**, Volume 1, 2000, s.55

Konu ile ilgili olarak, Türkiye'ye ilişkin temel çalışmalardan biri olması nedeniyle önem taşıyan çalışmalarında ise, Aydoğan ve Gürsoy; alternatif firma yönetim sistemlerinin etkinliğinin anlaşılmasında firma sahiplik yapısı ve performansı arasındaki ilişkinin öneminden hareket ederek, firma sahiplik yapısındaki yoğunlaşmayı ifade eden hisse yoğunluğu ve sahiplik bileşimindeki farklılıkların, Türkiye'de faaliyette bulunan firmaların performans ve riske karşı tutumları üzerindeki etkilerini incelemişlerdir. Analizlerinin sonuçları, hisse yoğunluğu ve sahiplik bileşiminin Türkiye'de faaliyette bulunan halka açık firmaların performans ve riske karşı tutumları üzerinde önemli etkilerde bulunduğu işaret etmektedir. Buna göre Türkiye'de faaliyette bulunan halka açık firmalar; hisse yoğunluğu arttıkça, muhasebe ölçütlerine göre düşük, piyasa ölçütlerine göre yüksek performansa sahip olmaktadır. Ayrıca, sahiplik performans ilişkisinde ortaklığın kontrolünü elinde tutanların kimliklerinin önemli bir role sahip olduğu ve holding ve bağlı şirketler şeklindeki yapılanmanın en karmaşık yapılanma olmasına rağmen pazarda en çok ödüllendirilen yönetim mekanizması olduğunu belirtmişlerdir.⁵²

Önder tarafından yapılan araştırmada ise Türk şirketlerinin mülkiyet yoğunluğunu belirleyen faktörler ve mülkiyet yapısı ile şirket performansı arasındaki ilişki incelenmiş ve yapılan analizlerde şirketin toplam riski ve bulunduğu endüstri kontrol edildiğinde, şirketin büyüklüğü arttıkça mülkiyet yoğunluğunun yükseldiği ayrıca gelişmiş ülkelerdeki mülkiyet ve performans ilişkilerinin gelişmekte olan piyasalar için genellenemeyeceği sonucuna ulaşılmıştır.⁵³

1.2.VEKALET TEORİSİ

“Yöneticilerin başkalarının paralarını harcarlarken kendi paralarını harcarken gösterdikleri aynı özeni göstermeleri beklenemez... Yöneticilerin ihmalkarlıkları ve israfları şirket yönetiminde kaçınılmazdır.” şeklinde Adam Smith'in dile getirdiği

⁵² Güner Gürsoy ve Kürşat Aydoğan, “Equity Ownership Structure, Risk-Taking and Performance: An Empirical Investigation in Turkish Companies”, s.26, ve Turaboğlu, s.173

⁵³ Zeynep Önder, “Ownership Concentration and Firm Performance:Evidence From Turkish Firms” **Metu Studies in Development**, 30.11.2003, s.203

husus,⁵⁴ literatürde ilk olarak Berle ve Means tarafından 1932 yılında dile getirilmiş ve ticari hayatın çeşitlenmesi ve örgütsel yapıların yayılmasıyla hemen hemen ilgili tüm çevrelerde vekalet sorunu olarak tartışılan bir konu haline gelmiştir. Teoride ortaya çıkan bu gelişimin önemi çerçevesinde Tezin bu bölümünde vekalet ilişkisi konusu; vekalet kavramı, vekalet kavramının doğuşu ve gelişimi, vekalet ilişkisinin niteliği, sermaye sahipliği yapısı ve temsilcilik problemleri ve vekalet maliyetleri başlıkları altında incelenecektir.

1.2.1.Genel Olarak Vekalet Kavramı

Bir kişi veya grup adına eylemde bulunan kişiye vekil (agent), vekilin temsil ettiği kişi ya da kişiler grubu ise asil (principal) olarak ifade edilir ve asil ile vekil arasındaki ilişki ise vekalet (temsil) ilişkisi (agency relationship) olarak adlandırılır. Bir başka deyişle, vekalet ilişkisi; bir veya daha fazla kişinin (müvekkil) ile, müvekkillerin kendileri adına belirli bir hizmeti yerine getirmesi konusunda görevlendirdikleri ve karar alma yetkisini devrettikleri kişi (vekil) arasındaki sözleşmeye dayalı ilişkidir.

Temsil sorunu ise temel olarak işletmenin yöneticileri ile işletmenin ortakları arasında ortaya çıkan çıkar çatışmalarıdır. Temsil sorununun nedenini, hissedarlar adına karar alan yöneticilerin kararlarında kişisel çıkarlarını ön plana alması ya da hissedarların çıkarlarını gözetmemesi oluşturur.

1.2.2.Vekalet Kavramının Doğuşu ve Gelişimi

Bir şirket ilk kurulduğunda hisselerin tamamı küçük bir grubun -belki şirket yöneticilerinin ve işin karlı bir yatırıma dönüşeceğine inanan az sayıda destekçinin- elinde olabilir. Bu durumda hisse senetleri piyasada işlem görmez ve şirket halka kapalıdır. Daha sonra şirket büyüyüp de ek sermaye sağlamak

⁵⁴ Adam Smith, *An Inquiry into the Nature and Cause of Wealth of Nations*, London: War Lock, 1838, s.538'den alıntı, Jensen and Meckling, "Theory of The Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, October 1976, V.3, No:4, s.1

amacıyla yeni hisse senetleri ihraç edilince, hisse senetleri yaygın bir şekilde işlem görecektir. Bu şirketler halka açık şirketler olarak bilinir.⁵⁵

Küçük işletmelerde sahiplik ve yöneticilik tek elde toplanmıştır. Burada mülkiyet ve kontrol ilişkilerinin ayırımından sözedilemez. İşletmelerin büyümesi ile fonksiyonel sorumluluk ve görevlerin artması nedeniyle yönetsel yetkiler profesyonel yöneticilere devredilerek hem sorumluluklar hafifletilmeye hem de konusunda uzman kişilerce bu görevlerin yerine getirilmesi sağlanarak işletme için avantajlar sağlanmaya çalışılmaktadır.

Giderek daha büyük bir sermaye yatırımıyla kurulan bu şirketlerde ortaya çıkan karmaşık mülkiyet yapısı, kapitalizmin ilk dönemlerindeki örgüt anlayışından farklı bir durum ortaya çıkarmıştır. Bu yeni örgüt yapısında, hissedarlar mülkiyeti ellerinde buldukları halde, kontrolü vekalet ilişkisi kurdukları yöneticilere devretmişlerdir. Dolayısıyla, mülkiyet sahibi olup yeterince kontrol sahibi olmamak ya da kontrol sahibi olup mülkiyet sahibi olmamak şirket kavramının gelişmesinin mantıksal bir sonucu olarak ortaya çıkmıştır.⁵⁶ Sonuç olarak, özellikle büyük firmalarda ortaklar ile firmayı kontrol altında tutan yöneticiler birbirinden ayrılmış durumdadır. Vekil, firmayı ortaklar adına yönetmektedir ve firma hakkında bu yönetimden doğan birçok bilgiye ortaklardan daha fazla sahiptir. Vekilin firma hakkında asillerin bilmediği fakat kendisinin sahip olduğu bilgileri ortakların çıkarları değil de kendi çıkarını maksimize etmek için kullanması durumunda bir çıkar çatışması ve ahlaki çöküntü problemi yaşanacaktır.⁵⁷

1.2.3.Vekalet İlişkisinin Niteliği

Literatürde vekalet ilişkisinin niteliği konusu, güvenilir olma sorumluluğu ile özdeşleştirilmektedir. Güvenilir olma sorumluluğu da sadakat sorumluluğu ve özen sorumluluğu olarak ikiye ayrılmaktadır. İşletme hissedarları ile yöneticiler

⁵⁵ Richard A.Braeley, Stewart C. Myers ve Alan J. Marcus, **İşletme Finansının Temelleri**, Literatür Yayıncılık, İst, 1997, s.6

⁵⁶ Berle ve Means, s.8

⁵⁷ Nedret Demirci, **Finansal Krizlerin Anatomisi Modern Kriz Teorileri Işığında Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye**, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Yayın No:186., 2005.,s.37

arasında çıkar çatışmaları durumunda sadakat sorumluluğu, yönetimin performansının değerlendirilmesinde ise özen sorumluluğu kavramları ön plana çıkmaktadır.

Baums ve Scott'a göre sadakat sorumluluğu; yönetim kurulu üyelerinin şirketin çıkarlarını takip etmesini ve kendi şahsi çıkarlarını şirket ve hissedar çıkarlarının üzerinde gözetmemesini gerektirir. Bir başka deyişle sadakat sorumluluğunun temeli çıkar çatışması durumunda yöneticilerin yatırımcıların çıkarlarını tercih etmeleridir. Sadakat sorumluluğu kesin bir reçete olmayıp bir ilkedir ve zaman içinde mahkeme kararları ve yasalarla daha net bir hale getirilmiştir.⁵⁸ Sadakat sorumluluğu da kendi içinde yöneticilerin hissedarlara karşı sadakat sorumluluğu, kontrol edici hissedarların azınlık hissedarlarına karşı sadakat sorumluluğu ve grup şirketlerinde sadakat sorumluluğu alt başlıkları içinde incelenebilmektedir.

Güvenilir olma sorumluluğunun ikinci halkasını oluşturan özen sorumluluğu; şirket yöneticilerinin makul, basiretli ve rasyonel bir şekilde özenle davranmasını gerektirir. Özen sorumluluğu, yönetimin performansı ile ilgili olarak yönetim kurulu üyelerinin basiretli iş adamı anlayışı ile hareket etmesi şeklindeki genel ilkenin bir yansımasıdır. Baums ve Scott, bütün hukuk sistemlerinde makul yönetsel karar kuralı uygulaması olduğundan özen sorumluluğunun ihlali savı ile yöneticileri sorumlu tutma ihtimalinin düşük olduğunu belirtmişlerdir.⁵⁹

1.2.4.Sermaye Sahipliği Yapısı ve Temsilcilik Problemleri

Temsil sorunu üç taraflı bir yapıyı içerir. Bunlar; hissedarlar, borç verenler (kreditörler) ve yöneticilerdir. Teoride konu genellikle hissedarlar ile yöneticiler arasındaki ve yöneticiler ile kreditörler arasındaki çıkar çatışmaları şeklinde gruplandırılmaktadır.

⁵⁸ Theodor Baums ve Kenneth Scott, "Taking Shareholder Protection Seriously? Corporate Governance in United States and Germany" **Institute for Law and Finance Working Paper Series**, No:16, s.11

⁵⁹ Baums ve Scott, s.14

1.2.4.1.Yöneticiler ve Hissedarlar Arasındaki Temsilcilik Problemleri

Hissedarlar tarafından hissedar zenginliğini maksimize edecek doğrultuda karar almak için yetkilendirilen yöneticilerin, kontrolü ellerinde bulundurmaları ve şirket varlıklarını hissedarların menfaatleri dışında kendi kişisel çıkar ve amaçları doğrultusunda yönetmeleri olası bir durumdur. İşletme sahiplerinin firmanın yöneticileri de olması durumunda firma değerinin artması yöneticilerin de gelirlerini arttıracaktır. Ancak sermaye şirketlerinde hisse sahiplerinin farklı kişilerden oluşması nedeniyle yöneticilerin amaçlarında farklılıklar oluşması doğal hale gelebilecek ve şirket kaynaklarından kendine daha fazla pay ayırma düşüncesiyle hissedar zenginliğini artırmaya çalışma düşüncesinden sapmalar oluşabilecektir. Örneğin getirisi ve riski yüksek bir proje, hissedarlar için cazip olsa bile firma yöneticileri için ilgi gösterilmeyen bir proje niteliğini kazanabilir. Denetleme Maliyetleri bölümünde anlatılan ve örneklendirilen davranışlar, yöneticiler ve hissedarlar arasındaki temsilcilik problemlerini meydana getirmekte olup yöneticilerin çıkarlarının hissedarların çıkarlarının önüne geçmesine engel olacak mekanizmalar denetleme maliyetlerini artırmalarına rağmen uygulamaya konulmakta ve bu mekanizmalar şirketteki kurumsal yönetimin niteliğini de belirlemektedir. Yöneticiler ile hissedarlar arasında ortaya çıkan vekalet çatışmaları aşağıdaki şekilde gruplara ayrılabilir.

1.2.4.1.1.Yöneticilere yapılan ödemeler

Core, Holthausen ve Larcker temsilcilik problemleri fazla olan firmalarda performansın düşük olduğunu ve yöneticilerin daha çok yöneticilik bedeli aldıklarını göstermişlerdir. Bununla birlikte, yöneticilik bedellerinin, yöneticilerin sermaye payı arttıkça düştüğünü bulmuşlardır. Ayrıca, önemli vekalet problemlerine sahip firmaların performanslarının da olumsuz olacağı sonucuna ulaşmışlardır.⁶⁰

Jensen ve Murphy, ikibinin üzerindeki yöneticinin elli yıllık bir dönemdeki performans ve üst yönetim teşvikleri ile ilgili olarak yaptıkları araştırmada,

⁶⁰ John E. Core, Robert W. Holthausen ve David F. Larcker, "Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation and Firm Performance", **Journal of Financial Economics**, 51, 1999, s.371

yönetici ve hissedar refahı arasındaki ilişkinin düşük olduğu sonucuna ulaşmışlardır. Araştırmada en geniş yönetici teşviklerinin yöneticilerin firmalarının hisselerine sahip olmasından kaynaklandığı fakat bunun da küçük firmalar için geçerli olduğu ifade edilmiştir. Bir başka deyişle büyük firmalarda yöneticilerin ortalama hisse sahiplik oranları daha düşüktür.⁶¹ Yöneticilere yapılan ödemeler ile satınalma tehditleri arasındaki ilişkileri araştıran Agrawal ve Knoeber; satınalma tehditlerinin yönetici maaşları üzerinde birbirine zıt iki farklı etkisi olduğunu belirtmişlerdir. Bunlardan birincisi disiplin etkisi olup işgücü piyasasındaki rekabet dolayısıyla yöneticilere yapılacak aşırı ödemeler düşer, ikinci olarak kontrat etkisidir ki, yöneticiler işlerini kaybetme olasılığına karşı daha yüksek ücret ve tazminat talep ederler.⁶²

Firma dışı yönetici işgücü piyasasının firma üzerinde pek çok direkt etkisi vardır ve yöneticileri performanslarına göre tazmin edici rol oynar. Bir çeşit etki, faaliyetlerine devam eden bir firmanın sürekli yeni yöneticiler için pazarda olması gerçeğinden gelir. Potansiyel yeni yöneticiler, performanslarının değerlendirilmesi ve takdir edilerek ödüllendirilmesini beklerler. İlave olarak rekabetçi yönetici işgücü piyasasında firmalar yöneticilerinin performanslarını ödüllendirmede başarılı değilse firma yöneticilerini kaybedecektir ve ilk ayrılan yönetici en iyi yönetici olacaktır.⁶³

1.2.4.1.2. İkramiye ve sağlanan diğer menfaatler

Temsil maliyetlerinin azaltılması amacıyla sermaye yapısının kontrolünün yanısıra yönetimin kontrolü de son zamanlarda sıkça kullanılan bir terimdir. Özsermaye temsil maliyetlerinin azaltılmasının bir başka yolu da yönetimin işletme başarısına iştirakidir. Ortalamanın üzerinde başarı gösteren firma yöneticilerine ücret biçiminde bir pay veya pay senedi opsiyonları verilerek işletmenin değer artışına katılmaları sağlanmış olur. Böylece yöneticilerin çıkarları

⁶¹ Michael C. Jensen ve Kevin J. Murphy, "Performance Pay and Top-Management Incentives", **The Journal of Political Economy**, Vol.98, No.2, (Apr.1990) s.261

⁶² Anup A. Agrawal ve Charles R. Knoeber, "Managerial Compensation and The Threat of Takeover", **The Bell Journal of Economics**, Vol.13, No.2, 1982, s.26

⁶³ Eugene F. Fama, "Agency Problems and Theory of the Firm", **Journal of Political Economy**, Vol.88, No.2, 1980, s.292

ile hissedarların refahları arasında uyum sağlanmış olur.⁶⁴ Bir başka deyişle, yöneticiler ile hissedarların çıkarlarının yakınlaştırılabilmesini sağlamaya yönelik olarak yöneticilerin ödüllendirilmesi şeklinde kabul edilebilecek olan bu ödemeler, yöneticiler ile hissedarlar arasındaki yatırım kararlarını etkileyen önceliklerden kaynaklanacak çıkar çatışmalarını azaltabilecektir.

Şirketin karlılık durumuna göre yıl sonunda verilen ikramiyeler ile şirket performansına göre verilen hisse senetleri veya yöneticiye belirli bir zamanda belirli bir fiyattan hisse senedi alma hakkı tanıyan hisse senedi opsiyonları gibi menfaatler bu grup içinde değerlendirilebilir.

1.2.4.1.3. Yatırımın çeşitlendirilmesi

Vekalet teorisyenleri arasında yöneticilerin neden çeşitlendirmeye gittiklerine yönelik iki ayrı değerlendirme sözkonusudur. Buna göre yöneticilerin hissedar da olduğu firmalarda yöneticilerin büyük ve çeşitlendirilmemiş pozisyonları vardır ve yüksek seviyede sermaye payına sahip yöneticiler kendisine yapılan ödemelerden dolayı büyük bir risk (tüm riski kendisi yüklenmektedir) almış olur, yüksek sermaye sahibi yöneticiliğin ortaya çıkardığı bu durumun önüne geçmek isteyen sermayedar yöneticiler bu riski azaltmak için çeşitlendirme yoluna giderler.⁶⁵ Konuya ilişkin ikinci sebep ise çeşitlendirmelerden yöneticilerin şahsi fayda sağlama isteğine bağlanmaktadır. Buna göre şahsi faydalar değişik kaynaklardan ortaya çıkmaktadır. Firmanın daha değerli bir firma haline gelmesi, çeşitlendirilmiş bir firma yapısında daha yüksek yönetici ödemelerinin gündeme gelmesi, yerini sağlamlaştırmak gibi düşünceler çeşitlendirmenin altında yatan nedenler olabilmektedir.⁶⁶

Bu çerçevede, gerek yönetici sermayedarların riski dağıtmak istemesi gerekse yöneticilerin şahsi faydalarını yükseltmek amacıyla çeşitlendirmeye

⁶⁴ Niyazi Berk, **Finansal Yönetim**, İstanbul, 2005, s.26

⁶⁵ Rajesh K. Agrawal ve Andrew A. Samwick, "Why Do Managers Diversify Their Firms? Agency Reconsidered", **The Journal of Finance**, Vol.LVIII, No.1, Feb.2003, S.71

⁶⁶ Agrawal ve Samwick, s.72

gitmesi, sonuçları yönüyle hissedarların getirilerini etkileyebilecek ve çatışma konusu olabilecek bir husus olarak ortaya çıkmaktadır.

1.2.4.1.4.Elegeçirmelere direnç

Firma hisse senetlerinin değerinin düşmesi durumunda firmanın hisselerine yönelik olarak ele geçirme alımları gündeme gelebilir. Bu alımlara ele geçirme alımı denilmesinin sebebi, yöneticilerin firma hisselerinin başka kişiler tarafından ele geçirilmesini istememelerinden kaynaklanmaktadır. Çünkü bir firmanın ele geçirme alımına konu olması ve ele geçirilmesi durumunda firma yöneticileri genellikle işten atılırlar veya işlerine devam edebilseler bile statüko veya otorite kaybı sözkonusu olabilir. Sonuç olarak işini ve bireysel refahını kaybetmek istemeyen firma yöneticileri hisse senetlerinin değerini maksimize etmek suretiyle hissedarlarına da fayda sağlayacak ve şirketin başkaları tarafından ucuz fiyatla el değiştirmesine izin vermemiş olacaktır.

Kötü yönetilen şirketler daha fazla kar potansiyeline sahip olmaları bir başka deyişle hisse senedi fiyatlarının düşük kalması sebebiyle iyi yönetilen şirketlere göre satın alınmak için daha çekicidirler.

Agrawal ve Knoeber, ele geçirme girişimlerinin yöneticileri firma değerinin yükseltilmesi yönünde etkilediğini ve böylece yöneticiler ile hissedarlar arasındaki vekalet sorunlarının azalmasına yardımcı olduğunu belirtmektedir.⁶⁷ Shleifer ve Vishny, vekalet problemlerinin incelendiği bir kısım çalışmalarda yöneticilerin bireysel refahlarının etkilendiği ele geçirmelere direndiklerini belirtmişlerdir.⁶⁸

1.2.4.2.Yöneticiler ve Kreditorler Arasındaki Temsilcilik Problemleri

Jensen ve Meckling, yöneticinin % 100 sermaye sahibi olması durumundaki davranışı ile sermayenin bir kısmının başkaları tarafından ele

⁶⁷ Agrawal ve Knoeber, s.1

⁶⁸ Andrei Shleifer ve Robert W. Vishny, "A Survey of Corporate Governance", **The Journal of Finance**, Vol.LII, No.2, June 1997, s.747

geçirildiği durumdaki davranışını karşılaştırarak dış sermayenin temsilcilik maliyetlerine olan etkilerini de analiz etmiştir. Firmaya borç sağlayabilecek potansiyel kreditorler yöneticilerin veya girişimcilerin 10.000 \$ yatırımları halinde 100.000.000 \$ kredi vermezler. Böyle bir durumda yöneticiler çok yüksek getiri elde edebilecekleri riskli projelere girmek isterler. Eğer proje başarılı olursa yönetici – hissedarlar kazançların çoğunu ele geçirirlerken projenin başarısız olması durumunda kreditorler maliyeti yükleneyecektir. Yöneticiler düşük riskli projelere girmeyi taahhüt ederek kreditorlerden borç alır ve aldığı borcu daha yüksek kazanç ve riskli projelere yatırırlarsa bunu farkedemeyen kreditorlerden kendilerine refah transferi sağlamış olacaktırlar. Eğer yönetici firmayı borç alarak değil de kendi öz sermayesi ile finanse ederse düşük riskli ve düşük getirili projelere yönelecektir ancak borçla finansman yöntemiyle yüksek riskli projelere girmesi ve getiri elde edememesi durumunda aradaki fark kadar refah kaybı olacaktır.⁶⁹ Görüleceği üzere borçlanma yoluyla finansman temsilcilik problemlerini azaltmanın bir yolu olarak düşünüldüğünde ise bu takdirde borç alarak riskli yatırımlara giren yönetici ile bu riskli yatırımların maliyetine katlanmak durumunda olan kreditorler arasında temsilcilik problemleri oluşabilmektedir. Daha önce de belirtildiği üzere, temsilcilik problemleri sonucunda oluşacak firma değerini azaltıcı refah kayıpları, denetleme ve sözleşme maliyetleri gibi maliyetler temsilcilik maliyetleri olarak adlandırılmaktadır.

1.2.5. Bilgi Asimetrisi ve Riske Karşı Farklı Tutumlar

Vekalet teorisinde asillerle vekiller arasında vekalet sözleşmesiyle kurulan ilişkinin ortaya çıkardığı iki sorunun, bilgi asimetrisi ve riske karşı farklı tutumlar sorunlarının incelenmesi ve çözümlenmesi üzerinde durulmaktadır.

Bilgi asimetrisi, yöneticilerin şirket faaliyetleri hakkında hissedarlara oranla daha fazla bilgiye sahip olmasını ifade etmektedir. Asiller, eksiksiz bilgiye sahip olmaları durumunda, kendileri adına şirketi yöneten vekillerin sözleşme koşullarını yerine getirip getirmediğini gözlemleyebilir. Ancak, eksiksiz bilgiye sahip olmak için

⁶⁹ Jensen ve Meckling, s.41

uygulanması gereken doğrudan gözlemin çok fazla zaman alacağı göz önünde bulundurulursa, vekalet ilişkisinin kurulduğu hemen hemen her durumda vekillerin lehine bilgi asimetrisi oluşacağı açıktır.

Diğer taraftan, vekalet teorisyenleri; asillerin vekillerin performanslarını gözlemlene yeteneklerinin, örneğin karlılık değerlendirmesinde miktar, ilgi ve uygun kalitede bilgiye bağlı olduğunu ve bu bilgilerin yöneticiler tarafından sık sık manipüle edilebilmesinin çok kolay olacağını belirtmişlerdir.⁷⁰ Bu nedenle, Vekalet Teorisi, bilgi asimetrisinin doğuracağı sorunları önlemek için çeşitli mekanizmalar geliştirilmesi gerektiğini vurgulamaktadır.

Vekalet ilişkisinin getirdiği ikinci sorun ise, asiller ve vekillerin risk almaya karşı tutumlarının farklı olmasıdır. Şirket, hissedarlar için yatırım portföyleri içinde yer alan tek bir yatırım kalemini temsil etmektedir.⁷¹ Jensen ve Meckling bir kişinin varlığını farklı varlıklar arasında bölüştürerek örneğin çeşitlendirme yoluna giderek riski azaltabileceğini belirtmektedir.⁷² Dolayısıyla, bireysel hissedarlar çeşitli şirketlerin hisselerinden oluşan bir portföyle, tek bir şirketin faaliyetlerinden doğan riski dağıtabilmekte ve portföylerinde yer alan belli bir şirketin daha fazla risk almasını tercih edebilmektedir. Yöneticiler ise, tek bir şirket adına çalıştıkları için bu şirketin faaliyetlerinden kaynaklanan riski dağıtabilme olanağına sahip değildir.⁷³ Bu nedenle, iş güvenceleri ve gelirleri tek bir şirkete bağlı olan yöneticiler, kişisel refahlarına yönelik riski azaltmak amacıyla şirketi riskten uzak tutma eğilimi gösterecektir.⁷⁴ Yöneticilerin bu amaçla uygulayabileceği stratejilerin başında ise faaliyet çeşitlendirmesi yer almaktadır.

⁷⁰ Mary J. Hatch with Ann L. Cunliffe, **Organization Theory: Modern, Symbolic, and Postmodern Perspectives**, New York, Oxford University Press Inc., 2006, s.261.

⁷¹ Keith D. Harvey ve Ronald E. Shrieves, "Executive Compensation Structure and Corporate Governance Choices", **Journal of Financial Research**, Vol.XXIV, No:4, 2001, s.496.

⁷² Jensen ve Meckling, "Theory of The Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure", s.60

⁷³ Barry Baysinger ve Robert E. Hoskisson, "The Composition of Board of Directors and Strategic Control: Effects on Corporate Strategy", **Academy of Management Review**, Vol.V, No:1, 1990, s.75

⁷⁴ Robert M. Wiseman ve Luis R. Gomez-Mejia, "A Behavioral Agency Model of Risk Taking", **Academy of Management Review**, Vol.XXIIH, No:1, 1998, s. 133

1.2.6.Vekalet İlişkisinin Ortaya Çıkardığı Maliyetler

Vekalet maliyetleri, firma yöneticilerinin tercihleri ile sahiplerin tercihlerinin farklılaşması ile ortaya çıkmakta, yapılan iş dolayısıyla şahsi menfaat sağlama, işten kaytarma, şahsi çıkarları firma menfaatlerinin önünde tutma gibi davranışlar sonucunda, hissedar refahının azalmasına neden olmaktadır.⁷⁵ Vekalet ilişkisi kurularak ortaklıkların yönetilmesi sonucunda eğer sözleşmenin iki tarafı da fayda maksimizasyonu amacını ön plana alıyorsa vekillerin her zaman asiller yararına çalışmayacağı açıktır. Bu durumda; denetleme, sözleşme ve artık zarar olmak üzere üç tür maliyet ortaya çıkmaktadır.

1.2.6.1.Denetleme Maliyeti

Eisenhardt vekalet probleminin iki durumda ortaya çıkacağını belirtmektedir. Buna göre, mülkiyet sahibi ile vekiller farklı amaçlara sahipse ve asillerin vekillerin uygun bir şekilde çalışıp çalışmadığını tespit edememesi durumunda vekalet sorunları başgösterecektir.⁷⁶

Vekalet Teorisi, yanlış seçim ve ahlaki tehlike olarak adlandırılan sorunları "kişisel çıkar odaklı davranış" gibi insan doğasına ilişkin varsayımlara dayandırmaktadır. İnsan davranışlarını yönlendiren unsur kişisel çıkarları ise karşılıklı ilişki içindeki tarafların çıkarları çatıştığında, bireyler kişisel çıkarlarına yönelik olan davranışı tercih edecektir. Dolayısıyla, Vekalet Teorisi'ne göre şirket sahibinin vekili olarak hizmet veren yöneticiler, zaman zaman şirket sahibinin refahının tehlikeye atılması pahasına kişisel çıkarları doğrultusunda davranabilecektir.⁷⁷ Hatta, Vekalet Teorisi bakışıyla hissedarlar ve yöneticiler arasındaki çıkar çatışması bir olasılık değil, bu iki tarafın risk almaya karşı tutumlarındaki farklılık nedeniyle vekalet ilişkisinin doğal sonucudur. Bu nedenle,

⁷⁵ James S. Ang, Rebel A. Cole ve James Wuh Lin, "Agency Cost and Ownership Structure", **The Journal of Finance**, Vol.LV, No.1, February 2000, S.83

⁷⁶ Kathleen Eisenhardt, "Agency Theory : An Assesment and Review", **Academy of Management Rewiev**, Vol.XIV, No:1,1989, s.61

⁷⁷ John A. Wagner III, J.L. Stimpert ve Edward I. Fubara, "Board Composition and Organizational Performance: Two Studies of Insider/Outsider Effects", **Journal of Management Studies**, Vol..XXXV, No:5, 1998, s.657

hissedarlar yöneticilerin şirketin gelirlerini arttırmaya yönelik olmayan faaliyetlerini önlemek amacıyla çeşitli denetleme mekanizmaları kurarak gerekli bilgiyi satın almak durumundadır. Maliyet muhasebesi, bütçeleme sistemleri, ek yönetim kademeleri bu denetleme mekanizmalarını temsil etmektedir.⁷⁸ Mesela yöneticiler çeşitli kulüplere üye olmak, özel uçaklarla seyahat etmek ve kendilerine özel araba tahsis etmek gibi şirketten çeşitli menfaatler temin edebilirler. Yönetici personelin işletmeye çekilmesi ve işletmede kalmalarının sağlanması açısından kendilerine sağlanan bu imkanlar, işletmeye fayda da sağlayabilir. Ancak bu durumda yöneticilere suistimal yapmalarına imkan sağlayan açık bir kapı bırakılmış olmaktadır. Çünkü işbaşında bulunması gereken bir yönetici, vaktinin büyük bölümünü çeşitli kulüplerde eğlenerek geçirebilir ya da şirketin uçaklarını veya arabalarını kendi özel amaçları doğrultusunda kullanabilir. Yöneticilerin bu şekildeki davranışları şirketi ve ortakları zarara uğratar.⁷⁹ Dolayısıyla vekillerin hatalı davranışlarını önlemeye yönelik gözlem maliyetleri hissedarların katlanması gereken maliyetler olmaktadır.

1.2.6.2.Sözleşme Maliyetleri

Asiller, çeşitli denetleme mekanizmaları kurarak vekillerin davranışları hakkında bilgi edinmeye çalışırken, vekiller de asillere zarar verecek faaliyetlerde bulunmayacaklarını ya da bu tür faaliyetlerde bulunurlarsa asillerin zararının nasıl telafi edileceğini belirten bir sözleşme oluşturma maliyetini yüklenmektedir.⁸⁰ Tazminat düzenlemeleri, hedef belirleme gibi konularda sözleşmelerle yapılan düzenlemeler bu kapsamdadır.⁸¹

1.2.6.3.Artık Zarar

Artık zarar, işletmenin tek bir kişinin mülkiyetinde olduğu durumdaki değeriyle, hisselerin bir bölümünün dış ortaklara devredildiği durumdaki değeri arasındaki fark olarak ifade edilebilir. Mülkiyet ve kontrol ayrımının söz konusu

⁷⁸ Hatch ve Cunliffe, s.263.

⁷⁹ Hüseyin Dağlı, **Finansal Yönetim**, Trabzon 2004, s.13

⁸⁰ Jensen ve Meckling, s.308

⁸¹ Wiseman ve Gomez-Mejia, s.138,141,142

olmadığı durumda işletme sahibi-yönetici, sağlayacağı bireysel faydayı maksimize etmeye yönelik kararlar alacaktır. Bu kararlar, sadece finansal geri dönüşü olan yatırımlardan elde edilen faydayı değil, aynı zamanda gösterişli bir işyeri, işin gerektirdiğinden daha fazla kapasiteye sahip bir bilgisayar gibi finansal geri dönüşü olmayan yatırımlardan sağlanan manevi faydayı da içermektedir.⁸² Öte yandan, işletme sahibi-yöneticinin karlı yatırım olanaklarını araştırmak gibi yaratıcı çabaları sonucunda doğacak ek gelirin de ortaklar arasında paylaşılacak olması, hakim ortağın finansal geri dönüşü olan faaliyetler için göstereceği çabayı da azaltacaktır. Böylece hisselerinin bir bölümü devredilen şirketin toplam değeri, tek kişinin mülkiyetinde olduğu durumdakinden daha düşük olacaktır.⁸³

Genel olarak değerlendirildiğinde Vekalet Teorisinde hissedarların amaçları ile işletmenin yönetiminde bulunanların amaçlarının çatışmasından kaynaklanan maliyetlerin en aza indirilmesinin amaçlandığı görülmektedir. Bu konuda yapılan ampirik çalışmalarda da net olarak yöneticilerin sermaye sahipliği ve firma değeri arasındaki ilişki tahmin edilememiştir.⁸⁴

Genel olarak anonim şirketlerin ve yoğun olarak yaygın ortaklı anonim şirketlerin oldukça önemli bir sorununa ilişkin açıklamalar izleyen sayfalarda açıklanmaktadır.

1.3.GÜÇ BOŞLUĞU

Genel olarak anonim şirketlerin ve yoğun olarak yaygın ortaklı anonim şirketlerin oldukça önemli bir sorunu olan güç boşluğu ile ilgili açıklamalar aşağıda verilmektedir.

Tüzel kişiliğe ve kendisine ait mal varlığına sahip olan anonim şirketlerde işler organlar aracılığıyla yürütülür. Genel kurul karar (yasama) idare meclisi

⁸² Jensen ve Meckling, s.316

⁸³ Jensen ve Meckling, s.306

⁸⁴ Cihan Tanrıöven, İlhan Küçükkaplan ve E. Savaş Başçı, "Kurumsal Yönetim Açısından Sahiplik ve Kontrol Yapısı ile Üst Düzey Yönetici Durumunun İMKB'de Faaliyet Gösteren Bankalarda İncelenmesi", **İktisat, İşletme ve Finans**, Ankara, (Nisan 2006), Sayı:241, s.90

(yürütme, icra) ve murakıplar da (denetleme) organını teşkil ederler. Bu organlar heyet veya kurul teşkil ederler ve çoğunluk esasına göre karar verirler.⁸⁵ Bu sistemin başarı şansı, hemen tüm ortakların genel kurula katılarak bilinçli olarak karar almalarına bağlıdır. Oysa halka açık şirketlerde, genel kurula katılma oranının çok düşük olması, şirkete ortak olanların şirketin işleyişi ve idaresi ile fazla ilgilenmemeleri genel kurulun işlevini tam yapamaması sonucunu doğurmuştur. Halka açık şirkete ortak olan kimseler, şirketin yönetiminden çok, yatırdığı para karşılığında ne kadar gelir elde edeceği ile ilgilenmektedirler. Bu durumda “karar-yönetim-denetim” organlarının demokratik bir ortam içinde çalışmaları aksamakta, genel kurul; yönetimde bulunanların kararlarını onaylayan bir organ haline gelmekte, denetçiler de yönetim etkisindeki çoğunluk tarafından seçildiğinden, yürütmeye tabi, şekli denetim yapan ve genel kurulda yönetim kurulunun ibrasını istemekle yetinen bir organ şeklini almaktadır.⁸⁶

Genel kurullardaki güç boşluğu, pay sahiplerinin toplantılara gelmemeleri nedeni ile kullanılamayan, fakat kararlara ve ortaklığın yazgısına etkili olabilecek miktardaki oylardan doğan yitik gücün bıraktığı boşluktur. Kavram; pahasahiplerinin sayıları binler, hatta onbinlerle ifade edilen anonim ortaklıklarda, büyük çoğunlukla toplantılara katılmanın gerçekleştiği varsayılsa bile, oyların bilinçle kullanılacağı bir karar ortamının oluşmasının "maddeten imkansız" olmasından, ne yaptığını bilmezlikten ve dağınıklıktan meydana gelen "boşluk"u da kapsar.

Genel kurula katılmayan pay sahipleri yıllık hesapların denetimi, onaylanması veya reddi, yönetici ve denetçilerin seçilmeleri ve görevden uzaklaştırılmaları, ibra edilmeleri veya sorumluluklarına gidilmesi, bilgi alma, iptal davası açabilmenin şartlarını yerine getirme gibi sadece genel kurul içinde kullanılabilen yönetme ve yönetime katılma haklarından vazgeçmekle sistemi çalışamaz hale getirirler. Oysa, şeması 19 ve 20. yy. hukukçuları tarafından çizilen anonim ortaklığın, yapısına ve organları arasındaki güç ve görev dağılımına ilişkin sistem yöneticilerin, yönetim ilke ve politikalarının pay sahiplerince belirlenmesi, çalışma sonuçlarının gene onlarca incelenip denetlenmesi düşüncesine dayanır. Çok

⁸⁵ Orhan Nuri Çevik, **Anonim Şirketler**, Ankara, 1988, s.5

⁸⁶ Reha Poroy, “Anonim Ortaklıkların Günümüzdeki Belli Başlı Sorunları ve Halka Açılma”, **İktisat ve Maliye**, C.XVII, Nisan 1970, s.23

pay sahipli anonim ortaklıklarla, onların daha büyük bir tipi olan kitle anonim ortaklıklarında meydana gelen güç boşluğu işte bu sistemi bozmuştur.⁸⁷

Pay sahiplerinin fikirlerini açıklama ve oylarını diledikleri gibi kullanma platformu olarak değerlendirilebilecek olan genel kurulların normal olarak pay sahiplerinin tümünün katılımıyla gerçekleştirilmesi beklenir. Ancak çeşitli nedenlerle bunun gerçekleşmediği ve az katılımlı genel kurul toplantılarıyla şirketlerin kaderinin belirlendiği gözlemlenmektedir.

Beş kişilik anonim şirketlerde, olağan genel kurul toplantısında % 80'den fazla sermayenin temsil edildiği hallerin oranı % 75'tir. 51-100 ortaklı anonim şirketlerde bu oran % 41, 1001'den fazla ortaklarda ise % 20'dir. Ortak sayısı artıkça genel kurulda temsil edilen sermayenin oranında da bir azalma göze çarpmaktadır. 1001 ve daha çok ortaklı anonim şirketlerde genel kurulda % 71-80 sermayenin temsil edildiği hallerin oranı % 30, % 61-70 sermayenin temsil edildiği haller % 10, % 41-60 sermayenin temsil edildiği haller ise % 25'dir. Bu rakamlardan çıkarılacak sonuç şudur: Çok ortaklı anonim şirketlerin genel kurul toplantılarında daha az, az ortaklı anonim şirketlerde daha fazla sermaye temsil edilmektedir.⁸⁸ Türkiye'de faaliyet gösteren şirketler üzerine yapılan anket sonuçlarına göre, 257 şirkette pay sahiplerinin % 80'den fazlası genel kurul toplantılarına katılmamıştır. Yine bu ankette, toplantıya katılmayan pay sahiplerinin daha çok küçük tasarruf sahipleri olduğu görülmüştür.⁸⁹ Bunun yanında, Türkiye'de faaliyette bulunan çok ortaklı şirketlerin genellikle % 15-20 oranında halka açık olması nedeniyle Türkiye uygulamasında pek bir problem yaratmadığı belirtilmekle beraber sadece tahvil ihracı, anasözleşme değişikliği gibi yüksek nisap isteyen toplantılarda zaman zaman şirketlerin sıkıntıya düştüğünün görülebildiği ve hatta nisap sağlayamadığı için tahvil ihraç edemeyen ve sermaye artıramayan şirketlerin var olduğu da ifade edilmektedir.⁹⁰

⁸⁷ Ünal Tekinalp, **Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Yönetime Katılma Sorunları**, İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Yayını, 1979, No:2556, s.7.

⁸⁸ Tuğrul Ansay, **Çağdaş Anonim Şirketlerin Sorunları ve Türk Anonim Şirketleri**, Ankara, 1971, s.153

⁸⁹ Ansay, s.155

⁹⁰ Muharrem Karşı, **Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler**, İstanbul, 2004, s.615

Esas olarak küçük aile ortaklıklarında güç boşluğunun ortaya çıkması olasılığı hemen hemen yok gibidir. Sorun ortak sayısının artması ve bu pay sahiplerinden bir kısmının ortaklık genel kurullarına katılmamasıyla ortaya çıkmakta ve bir çok sorunun da kaynağını oluşturmaktadır.

Büyük bir şirkette, hisse sahipleri ile yöneticiler genellikle ayrı gruplardır.⁹¹ Şirket yöneticileri aslında sayıca az iken, pay sahipleri sayıca fazladır. Ancak bu çok sayıdaki pay sahipleri şirket yönetiminde esas itibarıyla rol oynamazlar. Aksine, azınlıkta olan şirket yöneticileri şirketi yönetirler ve şirket hakkındaki tüm kararlar ve görüşmelerden haberdar olur ve bilgi sahibidirler. Şirketin paylarının bir kısmının mülkiyetine sahip olan pay sahipleri ise, şirket içerisindeki gelişmelerden habersizdirler. Berle ve Means bu sebeple sahiplik ve denetimin ayrılmasını, kontrol-denetim kaybı olarak adlandırmışlardır.⁹²

1.3.1. Pay Sahiplerinin Genel Kurullara Katılmama Sebepleri

Pay sahiplerinin genellikle senede bir kez düzenlenen genel kurul toplantılarına dahi ilgisizliğini açıklayan ve onları genel kurul toplantılarına katılma haklarını kullanmadan caydıran sebepler maddi ve psikolojik sebepler başlıkları altında aşağıda incelenmektedir.

1.3.1.1 Maddi Sebepler

Pay sahipleri genel kurul toplantılarına katılmayı istemelerine rağmen daha çok maddi sebepler dolayısıyla bu imkanı bulamazlar veya kullanmazlar. Bu maddi sebepler şunlardır .

1.3.1.1.1. Pay sahipleri sayısının çokluğu

Aile işletmelerinin kaynak arayışları, pay sahiplerinin sorumluluklarının sınırlandırılması, sermaye piyasalarının gelişmesi gibi nedenlerle pay sahibi sayılarında önemli oranda artışlar ortaya çıkmıştır. Pay sahibi sayısının binlerce

⁹¹ Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield ve Bradford D. Jordan, **Fundamentals of Corporate**, Irwin McGraw-Hill, 1998, s.7

⁹² Berle ve Means, s.69

kişiyi ulaşmasıyla birlikte, genel kurul toplantılarına katılım oranı da düşmüş ve güç boşluğu için müsait bir ortam doğmuştur.

Anonim ortaklıklarda, hisse senedinin halka dağılma rakamının büyümesi oranında, güç boşluğu ile karşılaşılması ihtimali artar ve genişler. Paysahiplerinin sayısı binleri, hatta onbinleri bulan halka açık anonim ortaklıklarda genel kurul; tartışmak, hesapları incelemek, denetlemek, yetenekli, dürüst kimseleri diğer organlara seçmek için gerekli olan kararları alabilme olanağını yitirmiş "boş bir seramoniye, yılda bir kere düzenlenen bir "show"a dönüşmüştür.⁹³ Ayrıca, çok ortaklı şirketlerin pay sahiplerinin tüm ülkeye yayılmış olması nedeniyle genellikle hissedarların oldukça az bir kısmının genel kurul toplantılarına katıldıkları, 20-30 bin ortaklı bir şirkette çoğunluğun toplantıya katılmak istemesi durumunda toplantıların stadyumlarda yapılmasının gerekeceği ifade edilmektedir.⁹⁴

1.3.1.1.2. Pay sahiplerinin farklı yerde bulunmaları

Şirketlerin merkezlerinin para ve sermaye piyasalarının bulunduğu yerlerde olması veya şirket ortağının şirket merkezinden farklı bir yerleşim biriminde ikamet ediyor olması genel kurul toplantılarına katılmayı engelleyen önemli bir sebep olabilecektir.

Anonim şirketlerde pay senetlerinin yurt içinde ve yurt dışında satılabilme durumu genel kurul toplantılarına bütün ortakların katılmalarını sağlamaya fiilen olanak vermemektedir.⁹⁵

1.3.1.1.3. Zaman yokluğu

Anonim şirket genel kurul toplantısında hazır bulunmak zaman alır. Özellikle, günlük mesleki uğraşından zaman kalmaması, genel kurul toplantılarına katılmayı engeller ve dolayısıyla da güç boşluğu sorununu doğurur.⁹⁶ Şirket merkezinde ya da

⁹³ Tekinalp, *Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Yönetime Katılma Sorunları*, s.3

⁹⁴ Karşlı, s.614

⁹⁵ Çevik, s.26

⁹⁶ Tekinalp, *Güç Boşluğu*, s.467

merkeze yakın bir yerde ikamet eden pay sahipleri dahi, zaman alması sebebiyle genel kurul toplantılarına katılamayabilirler.

Her ortağın bir mesleki faaliyeti vardır. Birçoklarının boş bir zamanı yoktur veya bu gibi bir faaliyet için bir vakit ayırmaları sözkonusu değildir. Şu halde ancak yapılacak başka bir işi olmayan kimseler muntazaman genel kurullarda hazır bulunabileceklerdir. Özellikle emekliler gibi yaşlı kesim ve menfaati olduğu işlerin gidişini takipte titizlik gösterenler idare heyetinin açıklamalarını dinlemeye gideceklerdir.⁹⁷

1.3.1.1.4.Yıllık toplantıların aynı zamana denk gelmesi

Özellikle birden fazla şirkette pay sahibi olan kişiler için faaliyet devresi genel olarak bir yıl olan anonim şirketlerin dönem sonu işlemlerini tamamlayarak bilanço ve kar zarar hesaplarını kesinleştirmesi ve ortakları genel kurula davet etmesi aynı döneme hatta aynı günlere rastlayabilir. Bu durumda ortağın önem durumuna göre tercih yapmasını gerektirecektir.

1.3.1.1.5.Davete ilişkin ilanların yetersizliği

Anonim şirketlerde genel kurul toplantılarında, hazır bulunmayı engelleyen diğer bir sebep de, bu toplantılara davet zımında yapılan ilanların yetersizliğidir. Anonim şirkette iki türlü genel kurul toplantısı yapılmaktadır. Bunlar olağan ve olağanüstü toplantılardır. Gerek olağan gerekse olağanüstü genel kurulların toplantı gündemi önceden tespit edilir ve davet ilanlarında belirtilir.⁹⁸ Anonim ortaklık genel kurulu, iradesini belirli kural ve esaslar çerçevesinde açıklayan bir organdır. Bunların başında genel kurul çalışmalarının belirli bir gündem içinde yürütülmesi gelir. Anonim ortaklık genel kurul toplantısında muayyen istisnalar dışında ancak önceden belirlenmiş ve pay sahiplerine duyurulmuş bir gündemde yer alan konularda görüşme yapılabilir ve karar alınabilir. Bununla genel kurul toplantılarında pay sahiplerinin önceden düşünme ve hazırlanma fırsatı buldukları konularda karar alınması, dolayısıyla genel kurulun sürprizler

⁹⁷ Pierre Vigreux, **Les Droits des Actionnaires Dans les Societas Anonymes**, Paris, 1953, Çev. Akar Öcal, Anonim Şirket Ortaklarının Genel Kurul Toplantılarına İlgisizliği, İstanbul Barosu Dergisi, s.117

⁹⁸ İsmail Doğanay, **Türk Ticaret Kanunu Şerhi**, C.1, B.3, Ankara 1990, s.949

ve oldu bittilerle karşı karşıya bırakılmaması amaçları izlenir. Bu aynı zamanda ortaklığın genel kurulca seçilen ve azledilen organları hatta toplantıya katılmayan pay sahipleri için de bir güvencedir.⁹⁹

Davete ilişkin ilanları yayınlayan ve şirket ile pay sahipleri arasındaki bağı en emin şekilde tesis eden gazetelerdir. Halbuki sadece azınlığı teşkil eden bir kısım pay sahipleri düzenli olarak bu yayınları takip edebilirler. Bunların ise ya bu iş için kafi zamanları vardır ya da bu işten zevk aldıkları için yapmaktadırlar. Diğer pay sahipleri, bu ilandan habersiz olacaklardır. Anonim şirket tarafından doğrudan doğruya şahsen haberdar edilmeleri, şirket idaresi tarafından tanınmaları halinde söz konusu olabilir. Fakat bu durum esasen mümkün olmamaktadır.¹⁰⁰

1.3.1.1.6.Teknik bilgi eksikliği

Ortaklık işlerinin fazla teknik bilgi gerektirmesi, bilanço ile kar ve zarar hesabının uzmanlar dışındaki kişilere karışık ve anlaşılmaz gelmesi gibi hususlar pay sahiplerinin genel kurullara katılımını engelleyen mahiyet arzedeabilmektedir.

Tasarruflarını sermaye piyasasında değerlendiren yatırımcıların bilgi ve birikim düzeyi birbirinden oldukça farklıdır. Bir başka deyişle, hisse senedi satın alarak bir işletmeye ortak olanlar homojen bir yapı arzermeyip heterojen bir nitelik göstermektedir. Bu durumda, kamuya bilgi sunmakla yükümlü olanların hangi tip yatırımcıyı esas alarak bu görevlerini ifa edeceği de çözümlenmesi gereken bir problem olarak ortaya çıkmaktadır. Bu hususta üç değişik yatırımcı grubunun ölçü olarak alınabileceği belirtilmektedir.

- Bilgi düzeyi oldukça düşük olan yatırımcı grubu,
- Temel (asgari) düzeyde bilgi sahibi olan yatırımcı grubu,
- Uzman düzeyinde yatırımcı grubu,

⁹⁹ Tarık Başbuğoğlu, **Uygulamalı Türk Ticaret Kanunu Açıklamalar İçtihatlar**, Ankara, 1988, s.520

¹⁰⁰ Mustafa Can, **Anonim Şirketlerin Genel Kurul Toplantılarında Oluşan Güç Boşluğu ve Giderilmesi Yollarından Vekaleten Oy Kullanma (Proxy) Sistemi**, www.ekitapyayin.com, (04.03.2007), s.4

Bu çerçevede, kamuyu aydınlatma yükümlülerinin piyasaya bilgi aktarıırken ikinci gruba dahil olan yatırımcıları dikkate almaları gerektiği, bir başka deyişle kamuyu aydınlatma ilkesi gereğince bilgi sunumunda sermaye piyasasına yönelik temel kavram ve müesseseleri bilen, makul ve ortalama düzeydeki yatırımcıların ölçü alınması gerektiği savunulmaktadır.¹⁰¹ Ölçü olarak asgari düzeyde bilgi sahibi yatırımcıların alınması durumunda da düşük bilgi seviyesindeki yatırımcılar ile asgari düzeyde bilgi sahibi olmakla beraber ortaklık işlemlerinin detayları hakkında bilgi sahibi olmayanlar için genel kurullara katılmama için geçerli bir sebep ortaya çıkabilmektedir.

1.3.1.1.7.Katılımın sonucu değiştirmeyeceği düşüncesi

Önemli oranda halka açık anonim ortaklıklarda az sayıda hisseye sahip ortaklar, genel kurullara katılsalar dahi herhangi bir etkileri olmayacağını, kararlaştırılan hususlarda sonucu değiştiremeyeceklerini düşünmekte ve bu şekilde düşünen pek çok ortağın katılmaması durumunda da güç boşluğunun artmasına neden olabilmektedirler.

Bu çerçevede, ortaklar genel kurul toplantısına katılmış olsalar bile önceden temas sağlayarak kendi aralarında karara varmış menfaat gruplarının davranışları karşısında da münferit oyların etkisiz bırakılması mümkün olabilecektir.¹⁰² Yaşanan güç boşluğunun belki de en önemli nedeni pay sahiplerinin haklarını kullanamayacakları veya bunun formaliteden öteye gitmeyen bir öneme sahip olması ya da ortaklığın nasıl olsa yönetim kurulu tarafından istenildiği şekilde yönetildiği şeklindeki düşünceleridir.¹⁰³

1.3.1.2.Psikolojik Sebepler

Anonim şirkette genel kurul toplantılarına katılmamayı psikolojik sebeplere bağlayan yaklaşımlar pay sahipliğinin sebebi üzerinde yoğunlaşmıştır.

¹⁰¹ Mustafa İhtiyar, **Sermaye Piyasası Hukukunda Kamuyu Aydınlatma İlkesi**, İstanbul, 2006, s.91

¹⁰² Çevik, s.26

¹⁰³ İlhan Yiğit, **Anonim Ortaklık Genel Kurulunun İşleyişi ve Ortaya Çıkan Sorunlar**, İstanbul, 2005, s.5

1.3.1.2.1.Devamlı pay sahipleri psikolojisi

Bir yatırımcı, anonim şirkette servetinin büyük bir kısmını temsil eden çok önemli derecede bir katılıma sahipse, bu kimse şirketin işlerini çok yakından izlemek lüzumu hissedecektir. Bu yatırımcı, bunun biraz da kendi işi olduğunu, servetinin, geleceğinin uzun zamandan beri pay sahibi olduğu, belki de daha uzun bir süre pay sahibi kalmağa devam edeceği bir şirketin iyi şekilde yönetilmesine bağlı olduğu inancındadır. Öyleyse bu kimse, bir şahıs şirketi ortağının, bu şirketin faaliyetini takipte olduğu gibi, yıllık genel kurul toplantılarını muntazam izlemek durumundadır.¹⁰⁴

1.3.1.2.2. Geçici pay sahipleri psikolojisi

Geçici pay sahiplerinden kasıt, borsada oluşan fiyatlara göre yatırımını yönlendiren kimselerdir. Bu kimseler tarafından takip edilen amaç, bir başka deyişle satın alınan pay senetlerinden beklenen şey, esas itibariyle, endekslerde bir farkın gerçekleşmesi ve netice itibariyle alış fiyatından yüksek bir fiyat üzerinden, mümkün olduğunca çabuk bir şekilde yapılacak bir satış sayesinde bir karın elde edilmesidir.

Geçici pay sahiplerini ilgilendiren husus mali piyasaya ilişkin bütün işlemlerin dışındadır. Bu şahıslar şayet bir şirketin pay senetlerini satın almışlarsa, bunun sebebi, hiç şüphesiz ki, bu senetler hakkında olumlu bir kanaat taşımaları olmalıdır.¹⁰⁵ Bir başka deyişle, borsada kurları takip eden pay sahipleri, şirket genel kurul toplantılarına gereken ilgiyi göstermezler. Bunlar daha ziyade kısa aralıklarla pay senetlerini alıp satmak suretiyle kar elde etmeyi amaçlar. Bu durum, geçici pay sahiplerinin şirkete karşı bir bağa sahip olmadıklarını, çok az ölçüde bir bağ mevcut olsa bile bunun, pay senetlerine sahip oldukları şirketlerin genel kurullarına katılmak bakımından, pay sahiplerinde hiç bir ilgi oluşturmayacağını göstermektedir.¹⁰⁶

Özellikle büyük halka açık anonim ortaklıklarda yaygın mülkiyet yapısının da etkisiyle ortaya çıkan güç boşluğu, ortaklık kontrolünü elinde

¹⁰⁴ Vigreux, s.120

¹⁰⁵ Vigreux, s.124

¹⁰⁶ Can, s.75

bulunduramayan ve ortaklığın gidişatını etkileme imkanı oldukça az olan pay sahiplerinin, yönetime katılma gibi bir isteklerinin bulunmaması, hiçbir çaba göstermeden yaptıkları yatırımdan kazanç elde etmeyi bekleme dolayısıyla da ortaklığa yabancılaşmalarını da ifade etmektedir.¹⁰⁷

1.3.2. Pay Sahiplerinin Genel Kurul Toplantılarına Katılmamalarının Sonuçları

Pay sahiplerinin genel kurul toplantılarına katılmaması ile işletmenin hesaplarının incelenmesi, denetlenmesi, onaylanması veya reddi, ortaklığın yönetim ve denetimine aday olma gibi pay sahibi olmakla kazanılan haklardan vazgeçilmekte, sorunların kaynağı olarak görülebilecek güç boşluğu ortamına fırsat verilmektedir. Genel kurul toplantılarına katılmamanın sonuçları aşağıdaki şekilde kategorize edilebilir.

1.3.2.1. Pay Sahiplerinin Yönetime İlişkin Haklarından Vazgeçmeleri

Anonim şirketlerde pay sahipleri genel kurul toplantılarına katılmamakla, sermayeye bağlı olan bağımsız yetkilerini kullanmaktan da vazgeçmiş olurlar. Genel kurul toplantılarında hazır bulunmamak, sadece bir davete icabet etmemek anlamında değildir. Bu durum, yönetim kurulundan izahat talep etmek, onu tenkit etmek ve faaliyetleri hakkında ona temennilerde bulunmak ve özellikle kurula sunulacak tekliflere oy vermek hakkından feragat etmeyi de ifade etmektedir. Genel kurul toplantılarına ilgisizlik, sınırlı sayıda pay sahibi için istisnai bir durum arz etse idi, uygulamada pek önemli sonuç doğurmayacaktı. Ancak genelleştiği anda, şirketin işleyişi üzerinde doğrudan doğruya ve önemli sonuçlar doğuran bir olay durumuna gelmektedir.¹⁰⁸

Bu terk esasen sadece zımni ve pasif bir nitelikte değildir. Kanun, genel kurulun geçerli bir şekilde toplanıp karar verebilmesi için, durumlara göre değişir bir takım çoğunluk halleri düzenlemiş bulunmaktadır. Şu halde, bu çeşit durumlarda sermayenin az veya çok miktarda bir bölümünün genel kurulda mevcut bulunması

¹⁰⁷ Paslı, Ali. **Anonim Ortaklık Kurumsal Yönetimi**, Çağa Hukuk Vakfı Yayınları, İstanbul, 2005, s.35

¹⁰⁸ Can, s. 77

veya temsil edilmesi gerekmektedir. Pay sahiplerinin genel kurul toplantılarına katılmaması işlemi, genel kurul faaliyetini felce uğratabilecektir.¹⁰⁹

1.3.2.2.Yönetim Kurulunun Yetkileri İktisabı

Anonim şirketlerde pay sahibi sayısı arttıkça yönetimin gittikçe küçük bir azınlığa kaldığı bir gerçektir. Büyük sessiz çoğunluğun ve özellikle şirket merkezinden uzakta oturan pay sahiplerinin yönetimle ilgilenmemesi de buna yardımcı olmaktadır.¹¹⁰ Pay sahiplerinin yetkilerini bu şekilde kullanmamaları, yönetim kurulu üyelerince hoş karşılanır. Çünkü, bu şekildeki bir hareket yönetim kuruluna, şirketin yönetimine ilişkin bütün yetkiyi vermiş demektir. Bu durum ise yönetim kurulu için büyük avantajlar sağlar. Pay sahiplerindeki bu psikolojik değişme, neticede yönetim kurulu üyelerinde mukabil bir değişikliğin meydana gelmesine de sebep olmuştur. Yönetim kurulu bundan böyle kendini şirketin gerçek sahibi olarak telakki etmeye başlayacaktır.¹¹¹

Anonim ortaklığın korporatif yapısı içinde genel kurul tepede gözükmese rağmen, günümüzde uygulamaya yansıdığı ve öğretilerde de kabul gördüğü üzere yönetim kurulunun yetki alanı sürekli genişlemekte, ekonomik gelişmelere paralel olarak yönetim kurulu bir çok halde fiilen bağımsız ve genel yetkili organ fonksiyonu icra etmektedir.¹¹²

1.3.3.Güç Boşluğunun Oluşturduğu Sonuçlar

Yukarıdaki bölümde belirtilen sakıncalar aynı zamanda güç boşluğunun sonuçları olarak belirlenebilir ve iki grupta toplanabilir.

Birincisi, güç boşluğunun, bir yabancı (devlet, sosyal güvenlik kurumları, küçük pay sahiplerini koruyan dernekler, bilinçli ve teşkilatlanmış bir azınlık) tarafından doldurulması veya yönetimin risk taşımayan profesyonellere kalması yani yabancılaşmayı ortaya çıkarır. Yabancılaşma çok yönlüdür. Bir yandan,

¹⁰⁹ Tekinalp, *Güç Boşluğu*, s.468

¹¹⁰ Karslı, s. 87

¹¹¹ Can, s.81

¹¹² Arslan Kaya, *Anonim Ortaklıkta Pay Sahibinin Bilgi Alma Hakkı*, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara, 2001, s.10

paysahiplerinin; yöneticileri ve yönetim şekil ve siyasetini belirlemeye katılmaları veya etkilemeleri imkanı ortadan kalkmakta, yollar tıkanmakta; diğer yandan denetlemek için gerekli olan şartlar kaybolmaktadır. Kısacası; parayı verip riski taşıyanlarla, yönetenler, yararlananlar ve denetleyenler ayrı kimselerdir; son üç grup çoğu kez aynı gruptur. Bu sorun 1930'lardan beri inceleme konusu yapılmakta ve ilk defa gerçek anlamda Berle ve Means'in ünlü eserleri "The Modern Corporation and Private Property"de gerçek anlamda ele alınmaktadır. İkinci olarak karar alınamama durumları ise, küçük paysahiplerinin tasarruflarının tamamen yok olması sonucunu doğuracaktır. Çünkü, yönetimdeki sahipsizlik ile hareketsizlik, sermayeyi kemirip bitirecek veya ortaklık ucuz fiyatla el değiştirecek ya da fesih ile karşı karşıya kalınacaktır.¹¹³

1.3.4.Güç Boşluğunu Engelleme Yöntemleri

Çok pay sahipli anonim ortaklıklarda karmaşık yönetim sorununu çözmek için ileri sürülen görüşleri, önerileri ve uygulanmakta olan sistemleri incelediğimizde iki yaklaşım saptayabiliriz. Birinci yaklaşım; yabancılaşma sorununu çözüm vermez bir gerçek olarak kabul eden, sahipsizliğin ortaklık, ülke ekonomisi ve pay sahipleri için en büyük tehlike olduğunu belirten, bu sebeple yönetim sorununa pay sahiplerini doğrudan ve dolaylı yönetimin dışında bırakıp, onlara tasarruflarının korunduğu, tatmin edici ve düzenli kar payı sağlandığı güvencesini veren bir çok görüş ve öneriyi kapsar. Bu görüşlerin gerekçeleri ve önerdikleri sistem farklıdır. Fakat sonuç hemen hemen aynıdır: Yönetimi, dağılmış oylara dayalı sahipsizlikten kurtarmak. İkinci yaklaşım; yabancılaşma olgusuna pay sahiplerini kullanarak çare arar. Boşluğu gerçek sahiplerinin doldurmasını ister. Bu yaklaşım "pay sahipleri demokrasisi veya paylar demokrasisi" genel başlığı altında ifade edilir.¹¹⁴

Anonim şirketlerin genel kurullarında oluşan güç boşluğu sorununun ortadan kaldırılabilmesi, yani pay sahiplerinin sermaye piyasasını çalıştıran süreçlere etkin katılımının sağlanabilmesi için, ya etkinlik minimize edilmiş ve oydan yoksun pay senetleri ile küçük tasarruf sahipleri oy hakkından mahrum edilerek, karda veya tasfiye

¹¹³ Tekinalp, *Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Yönetime Katılma Sorunları*, s.8-9

¹¹⁴ Tekinalp, *Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Yönetime Katılma Sorunları*, s.10

payında imtiyaz sağlanmış, ya da genel kurullara katılımı sağlayan, oy hakkının etkin kullanılmasına imkan tanıyan vekaleten oy kullanma sistemi, mektupla oy kullanma veya oy sözleşmeleri gibi yöntemler kullanılarak, azınlık haklarının korunmasına yönelik çalışmalar yapılmıştır.¹¹⁵

1.4.DEĞERLENDİRME

Berle ve Means 1932 yılında “Modern Corporation and Private Property” adını taşıyan ünlü eserlerinde, modern firma yapısını; anılan tarihlerde yoğun olarak gözlemlenen sermayenin küçük hissedarlar arasında dağıldığı fakat kontrolün yönetimde kalmaya devam ettiği sermaye sistemi olarak ifade edilen dağınık sermaye sistemi olarak belirtmişlerdir. Modern firma yapısı bu şekilde ortaya konulunca, sermaye sahipliği ve kontrolün ayrıldığı Amerikan şirketlerindeki yöneticiler ise hissedarlara karşı hesap vermek zorunda olmayan profesyonel yöneticiler olarak görülmüştür. Oldukça uzun süre bu şekilde tanımlanan modern firmalarla ilgili olarak yapılan çalışmalarda da hissedarların şirket sahipliğinin ötesinde fazlaca bir etkilerinin olmadığı, yönetimin profesyonellerin ellerinde olması hususu detaylı bir şekilde irdelenmiştir.

Genel olarak değerlendirildiğinde, anonim şirketlerdeki genel kurul, yönetim kurulu ve denetim kurulundan oluşan üçlü yapının literatürde uzun süre hemen tüm sorunları önleyebilecek yapı olarak değerlendirildiği ve bu anlayışın da sistemi yenilemeye yönelik çalışmaları engellediği görülmektedir. Ancak gelişen zaman süreci içerisinde sermaye piyasalarındaki gelişim yanında büyük kitlelerin borsalara kote edilmiş veya edilmemiş anonim şirketlere pay edinmek suretiyle ortak olması, sermayenin tabana yayılmasını sağlamıştır. Çok sayıda insanın ortak olduğu anonim şirketlerde yatırımcıların şirket işleriyle ilgilenmeyen sadece tasarruflarını değerlendirmek isteyen kişilerden oluşması veya genel kurullara dahi katılmayan pay sahiplerinden oluşması “Güç Boşluğu” sorununu ortaya çıkarmıştır. Bu çerçevede,

¹¹⁵ Sermaye Piyasası Kurulu, **Kurumsal Yönetim Çerçevesinde Pay Sahiplerinin Halka Açık Anonim Ortaklıkların Genel Kuruluna Katılımı**, SPK Yeterlilik Etüdleri 16. Dönem, Yayın No:148, Cilt 2 , Ankara, 2004, s.622

çok ortaklı şirketlerdeki ortak yapısı, kontrol faaliyetini yerine getirmeyen mülkiyet sahipleri olarak karşımıza çıkmakta ve kontrol fonksiyonunu gerçekleştirenler ise bir kısmı kurucu ortaklar olurken genel olarak profesyonel yöneticiler bu fonksiyonu yerine getirmektedir.

Mülkiyetin hissedarlar, yönetimin profesyonel yöneticilerde olduğu modern firma görüntüsü oldukça önemli bir sorunu da beraberinde getirmiştir. 1976'da Jensen ve Meckling'in şirket sahipleri ile yöneticileri arasında düzenlenen sözleşmelerin davranışsal yönüne odaklandıkları makaleleri ile literatürde yer almaya başlayan ancak Adam Smith'in 1776'da dile getirdiği "Yöneticilerin başkalarının paralarını harcarlarken kendi paralarını harcarken gösterdikleri aynı özeni göstermeleri beklenemez... Yöneticilerin ihmalkarlıkları ve israfları şirket yönetiminde kaçınılmazdır." şeklinde belirtilebilecek olan vekalet sorunu 70'li yılların ikinci yarısından sonra tartışmaların temel ilgi noktası olmaya başlamıştır.

Vekalet ilişkisini, bir veya daha fazla asil'in (sermayedar) bir kısım karar verme yetkilerini de delege ederek bazı hizmetleri vermesi için vekil'i işe alması olarak tanımlayan Jensen ve Meckling; eğer bu sözleşmenin her iki tarafı da fayda maksimizasyonu amacıyla ise vekillerin her zaman asillerin yararını gözetmeyebilecekleri ve böyle bir durumda firma yönetiminin başlıca amacı olan hissedar zenginliğinin ve firma değerinin maksimize edilmesi amacıyla sapmalar oluşabileceğini ifade etmişlerdir. Sermayedarlar; vekalet sorununu temsilciyi kontrol ederek ayrıca çıkarlarına zarar vermeyeceği veya zarar verilmesi durumunda bu zararı telafi edeceğine dair sözleşme yaparak ya da uygun teşviklerle yöneticilerin çıkarları ile hissedarların çıkarlarını yakınlaştırmak suretiyle çözmeye çalışabilirler ki, bu yöntemlerin her birinin ilave bir maliyet gerektirdiği açıktır. Diğer taraftan sözkonusu maliyetlere katlanması karşılıklı ilişki içindeki tarafların çıkarları çatıştığında bireylerin kişisel çıkarlarına yönelik olan davranışı tercih etmeleri ve ahlaki rizikoyu ortadan kaldıramayabilecek ve belki de şirketin en önemli maliyet kalemini oluşturabilecektir. İşte Jensen ve Meckling; esas itibarıyla ortaklığın dağınık yapı sergilediği modern

şirketlerdeki ortaklık ve kontrolün ayrışmasından kaynaklanan hususların temelinde, bu genel temsilci sorunu ile ilişkili olduğunu ortaya koymuşlardır.

Mülkiyet kontrol ayırımına yönelik olarak literatürde yapılan çalışmalar sadece ortaklar ve yöneticiler arasında değil kontrol edici hissedarlar ile diğer hissedarlar arasındaki ilişkiler boyutunda da ele alınmıştır. Bu konulardaki ilk çalışmalarda şirketlerin mülkiyetine tabana yayılmış çok sayıdaki ortak tarafından sahip olunduğu ancak ya hiç hissesi olmayan ya da çok az hisse sahibi ortaklarca yönetildiği şeklindeki temel Berle ve Means yaklaşımına dayanırken 1990'lı yıllardan sonra yapılan araştırmalar bir çok Amerikan ve Avrupa firmasında hissedarların yönetici olarak görev yaptığını ve blok hisse sahipliğinin oldukça yüksek düzeyde olduğunu ortaya çıkarmıştır.

Literatürde bu konuda yapılan çalışmaların ülkeler için açıklayıcılığı ya da ülkelerarası karşılaştırmalarda kullanılması hususu da ayrıca değerlendirilmesi gereken bir konudur. Berle ve Means'in halka açık firma yapısında yönetim görevini üstlenen yöneticilerin firma performansı dışında ücret (vekalet akdi) karşılığında çalışıyor olmaları ve sahiplik ile yönetimin ayrılmasının firmalarda kar maksimizasyonu ve zarar minimizasyonu ilkesinden sapmaya ve sonuçta halka açık firmaların düşük performansa sahip olacağı yönündeki görüşleri, oldukça uzun süre ile araştırmacıların ilgisini çeken bir konu olmuşsa da araştırmaların pek çoğunun değişik veri tabanlarına dayanması, kanuni düzenlemeler nedeniyle kamuya açık yeterli ve sağlıklı verilerin temin edilememesi ya da halka açık yeterli sayıda firmanın bulunmaması, gelişmiş ülke borsaları yanında bazı ülkelerde milli gelir yüksekliğine rağmen teşkilatlı borsaların bulunmaması, araştırmaların zaman boyutunda farklılıkların olması, farklı ölçeklerde firmalar ve firma verilerinin kullanılması, ülkelerin gelişmişlik düzeyindeki farklılıklar gibi sebeplerden dolayı gerek aynı ülkeye ilişkin araştırmaların gerekse ülkelerarası karşılaştırmaların yapıldığı araştırmaların farklı sonuçlara veya kesinliği sınırlı açıklamalara ulaşabildiği görülmektedir. Literatürde bu kadar çok sayıda araştırma yapılmasına rağmen sahiplik yapısı ile performans arasındaki ilişkinin tam olarak açıklanamadığı ve ülkelerin ve sektörlerin dinamikleri ile geçerli kanuni

düzenlemelere göre değerlendirme yapılmasının daha doğru olacağı üzerinde durulmaktadır.

Anonim şirketlere ilişkin olarak ortaya çıkan sorunların kaynaklarını tespit etme amaçlı pek çok araştırma yapılmakla birlikte çözüm önerilerinin temelde tek bir başlık altında toplandığı görülmektedir. “Corporate Governance - Kurumsal Yönetim İlkeleri” adı verilen ve 1990’lı yıllardan itibaren sıkça tartışılan bu kavram ile ilgili gelişmeler izleyen bölümde detaylı olarak incelenmektedir.

İKİNCİ BÖLÜM

KURUMSAL YÖNETİM

2.1.KURUMSAL YÖNETİMİN ORTAYA ÇIKIŞ NEDENLERİ

Anonim ortaklıkların ve özellikle de büyük ve halka açık olanlarının yapıları gereği bir zaruret olarak ortaya çıkan mülkiyet-kontrol ayrımı olgusu, beraberinde ilave sorunları da getirmiştir. İşte bu sorunlar ve bunlara çözüm arayışları ise “kurumsal yönetim” adı verilen sistemin doğumunda önemli rol oynamıştır.¹¹⁶ Ortaklığın sahipliği ile yönetimi farklı kişilerin elinde olduğundan hem kurucular hem de kuruluşun sonra ortaklığın yönetiminde görev alan kişiler yani ortaklığı kontrol edenler esasen kendilerine ait olmayan bir malvarlığı üzerinde tasarrufta bulunmaktadır. Bu da bazı idari ihmalleri, suistimalleri ve hataları beraberinde getirmektedir. Zira yönetimde bulunan kişiler kendilerine ait bir işte gösterecekleri ihtimamı veya anonim ortaklık yönetiminin gerektirdiği dikkat ve özeni ortaklıkla ilgili işlerde göstermeyebilirler. Bunun yanında yöneticilerin menfaatlerinin pay sahiplerinin veya ortaklığın menfaatleri ile örtüşmediği durumlar da bulunabilir. Yani yöneticilerin yetkilerini bilerek veya bilmeyerek gerektiği gibi kullanmamaları ve bu nedenle ortaklığı ya da dolaylı olarak pay sahipleri ile ortaklık yönetiminden etkilenen alacaklılar, müşteriler ve işçiler gibi diğer ilgilileri zarara uğratmaları mümkündür.¹¹⁷ Literatürde vekalet sorunları olarak değerlendirilen bu gelişmeler de kurumsal yönetimin ortaya çıkışına zemin hazırlamıştır.

Özellikle borsaya kote ve hisseleri halka arz edilmiş anonim şirketlerin denetimlerinin daha özel bir yapıya sahip bağımsız denetimden geçmesi, kamusal

¹¹⁶ Gregory, Holly J., “The Globalisation of Corporate Governance”, **Kurumsal Yönetim : Türkiye’de İş Hayatının Değişen Çehresi Konferansı**, TÜSIAD, 2002, s.4

¹¹⁷ Paşlı, s.33

denetimlerinin daha sıkı kurallara bağlanması ya da geleneksel denetim kurullarının varlığına rağmen bu şirketlerin bilanço ve kamuya açık verilerinin yeterli ölçüde güvenilir ve sağlıklı olmadığı, bir çok ülkede ortaya çıkan skandallar sayesinde anlaşılmış ve geleneksel anonim şirket yönetim modeli üzerindeki tartışmalar artmaya başlamıştır.

Kurumsal yönetimin ortaya çıkış nedenleri olarak yukarıda verilen hususların yanında, uluslararası fon hareketlerinin artması ve fon arzedenlerin yatırım yaparken bu kriterlerin varlığını aramaları, bir kısım gelişmiş ülkelerde doğrudan veya fonlar yoluyla hisse senedi sahibi insanların sayısındaki artış ve bu artışı oluşturan yatırımcıları koruma düşüncesi ile uluslararası sermaye piyasaları arasında yatırımların kazanılması amacıyla yapılan rekabet ve güç boşluğu gibi temel faktörler de sayılabilir.

Her ülkenin sahip olduğu farklı kültür ve değerler kurumsal yönetim alanında yapılan çalışmaların çeşitliliğine yol açmakla birlikte hemen hemen tüm ülkelerde sorunların kaynağını tespit etmeye yönelik çalışmalar yapıldığı görülmektedir. Bu çerçevede, anonim şirketlerde ortaya çıkan bir çok sorunun çözümü olarak görülen "Kurumsal Yönetim" aşağıda detaylı olarak açıklanmaktadır.

2.2.KAVRAMSAL ÇERÇEVE

2.2.1.Kurumsal Yönetim Kavramı

"Corporate Governance" kurumsal şirket yönetimi doksanlı yıllardan itibaren tüm dünyada hukuk, ekonomi ve bunların alt disiplin dallarında tartışılan bir kavramdır. Özellikle İsviçre'de, "yönetimin temel ilkeleri" olarak tanımlanan Corporate Governance kavramı, hissedar değeri kavramı ile birlikte kullanılmaktadır. Bu kavramın Türkçe karşılığına ise TÜSİAD tarafından yayımlanan Haziran 2000 tarihli inceleme raporunda rastlanılmakta ve bu raporda Corporate Governance kavramı, "kurumsal yönetim ilkeleri" olarak tanımlanmaktadır. Sermaye Piyasası Kurulu ise taslak çalışmasında; "Kurumsal Yönetim Temel İlkeleri" kavramını kullanmıştır.

Kurumsal yönetim; Corporate Governance kavramının birebir çevirisi olmamakla beraber kesin çevirisini yapmanın güçlüğü nedeniyle birçok ülkenin (İtalya, Almanya vb) bu kavramı aynen kullandıkları görülmektedir.

Kurumsal yönetim yerine kurumsal yönetişim kavramının kullanılması gerektiğini savunan yazarlar bir sistemin işlevini yerine getirmesi için yönetimin varlığını kaçınılmaz olarak görmekle birlikte, yönetim süreci yukarıdan aşağıya doğru işleyen tek yönlü bir sistemin, varlığını etkili bir şekilde sürdürebilmesinin de oldukça zor olduğunu belirterek taraflar arasındaki etkileşimi de içine alan kurumsal yönetişim kavramının kullanılmasını benimsemektedir.¹¹⁸ Çalışmamızda gerek Sermaye Piyasası Kurulu'nca ve gerekse Türk Ticaret Kanunu'nda da benimsenmesi nedeniyle "Kurumsal Yönetim" kavramı kullanılmıştır.

2.2.2. Kurumsal Yönetim Tanımları

Kurumsal yönetim kavramının oldukça geniş anlamlar içermesi yapılan tanımlamalarda da kendini göstermekte farklı noktalara işaret eden veya ağırlık veren tanımlamalar yapıldığı görülmektedir.

Shleifer ve Vishny, kurumsal yönetime sağladığı fayda ve iktisadi bakış açısı ile yaklaşmakta ve anonim ortaklıklara mali kaynak sağlayan kişilerin bu yatırımlarından belli bir getiri elde etmeleri konusunda kendilerini güvende hissetmelerini sağlayacak yolların tespitinin kurumsal yönetimin kapsamını teşkil ettiğini ifade etmektedirler.¹¹⁹

Wolfensohn, kurumsal yönetimin temel ilkeleri ve hukuki niteliği üzerinde durmuş ve kurumsal yönetimin anonim ortaklık içindeki adalet, şeffaflık ve hesap verme sorumluluğu kavramları ile ilgili olduğunu ifade etmiştir.¹²⁰

Kurumsal yönetimi, şirketin fon sağlayıcılarının yatırımlarının korunmasına

¹¹⁸ Arcan Tuzcu , **Halka Açık Şirketlerde Kurumsal Yönetim Anlayışı IMKB-100 Örneği**, Ankara 2004, s.10

¹¹⁹ Shleifer ve Vishny, s.737

¹²⁰ John Wolfensohn, **Financial Times**, 21.06.1999, s.1

yönelik gerçekleştirdikleri uygulamalar olarak gören yazarlar ise kurumsal yönetim uygulamalarının yerleştiği bir şirkette yatırımcıların pasif bir şekilde sadece dönemsel bazda incelemelerle yetinmeyecekleri, aksine kendilerini mülksüzleştirmeye yeltenen yöneticileri kesintisiz olarak kontrol edecek şekilde donanımlı olacakları üzerinde durmuşlardır.¹²¹ Başka bir ifadeyle şirketin yönetimi, yönetimin kontrolü ve performansına odaklanan kurumsal yönetim, şirketin sahipliği ile yönetim arasındaki ilişkiler sistemini temsil etmektedir.¹²²

OECD'ye göre kurumsal yönetişim, şirketlerin yönetimini ve denetimini sağlayan araçlarla ilgilidir. Buna göre, hükümetler her bir kurumsal yönetişim sisteminin içinde geliştiği yasal, kurumsal ve düzenleyici iklimi biçimlendirmede merkezi bir rol oynamaktaysa da asıl sorumluluk özel sektöre düşmektedir. OECD kurumsal yönetişimi; şirketlerin sermayelerini verimli bir şekilde kullanmayı garanti eden, şirketlerin ait oldukları toplumun çıkarlarını dikkate almalarını sağlayan, yönetim kurullarına çıkar sahiplerine karşı hesap verme sorumluluğu getiren ve bu yolla şirketlerin toplum yararına faaliyet göstermelerini güvence altına alan, yerli ve yabancı yatırımcıların güvenini sağlayarak uzun vadeli sermayeyi çekmeyi kolaylaştıran bir rejim olarak tanımlamaktadır.¹²³

Kurumsal yönetişim, anonim ortaklıkların idaresinde ve faaliyetlerinde kar elde etme ve pay sahiplerine dağıtma ana unsuru ve amacını taşıyan geleneksel yapıların yanında, hissedarlar ve yöneticiler de dahil olmak üzere tüm menfaat gruplarının (şirket çalışanları, müşteriler, alacaklılar, fon sağlayanlar, devlet, vb.) haklarının korunması ve bu çerçevede sözkonusu menfaat grupları arasındaki ilişkilerin düzenlenmesini hedefleyen bir anlayıştır. Kurumsal yönetişim anlayışı, bir yandan şirketin çeşitli çıkar sahiplerinin menfaatlerinin korunması, bir yandan da şeffaflığın artırılarak makro ekonomik politikaların mikro ekonomik politikalarla desteklenmesi ve bu yolla uluslararası rekabette avantaj sağlama amacındadır.¹²⁴

¹²¹ Veysel Kula, **Kurumsal Yönetim, Hissedarların Korunması Uygulamaları ve Türkiye Örneği**, İstanbul, 2006, s.12

¹²² A. Osman Gürbüz ve Yakup Ergincan, **Kurumsal Yönetim, Türkiye'deki Durumu ve Geliştirilmesine Yönelik Öneriler**, İstanbul, 2004, s.6

¹²³ TÜSİAD, **Kurumsal Yönetim İlkeleri**, s.9

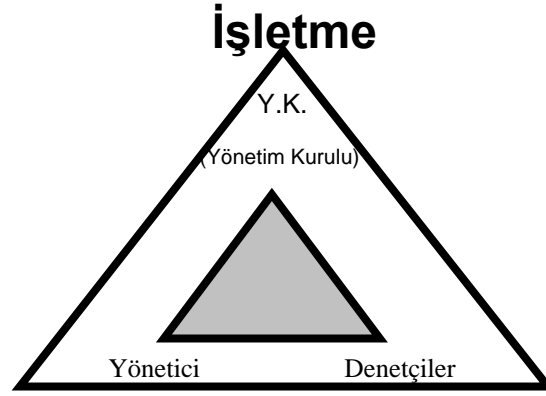
¹²⁴ Kübra Şehirli, **Kurumsal Yönetim**, Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu, Ankara, 1999, s.8

Kurumsal yönetime dar açıdan bakıldığında anonim ortaklığı yönetenlerle bu yönetimden etkilenenler (pay sahipleri ve diğer ilgililer) arasındaki ilişkileri düzenleyen kurallardan oluşan bir sistem olarak tanımlanabilir. Hatta bu sisteme daha da dar bir açıdan bakılarak sadece yönetim kurulu, murahhaslar ve murahhas olmayan müdürler ile pay sahiplerinin arasındaki ilişkileri tanzim eden onların hak ve sorumluluklarını ortaya koyan bir yönetim sistemi de denilebilir. Ancak bu tür dar tanımlar ne kurumsal yönetimin gerçek içeriğini ne de son yıllarda neden bu kadar önemli bir tartışma konusu haline geldiğini açıklamaya yeterli olabilir. Bu erevede Kurumsal yönetim, özellikle halka açık anonim ortaklıklarda görülen mülkiyet kontrol ayırımının ortaya çıkardığı sorunları asgariye indirmeyi amaçlayan esasen hakkaniyet, Şeffaflık, i sorumluluk ve dış sorumluluk ilkeleri üzerine oturan, ortaklığın yönetim ve denetim esaslarını temel kurallara bağlayan, anonim ortaklığı kuruluşundan tasfiyesine kadar bir bütün ve çok önemli bir ekonomik birim olarak ele alan, ülkeden ülkeye değişmekle beraber uluslar arası geçerliliği olan bazı kuralları bünyesinde barındıran özel bir yönetim sistemini ifade eder. Yani kurumsal yönetim anonim ortaklığın en iyi ve adil Şekilde yönetilmesidir. Sonuç olarak, ulusal ve uluslar arası düzeyde yapılan kurumsal yönetim çalışmalarında yani kurumsal yönetim ilkelerinin ve en iyi uygulama kodlarının tespitinde, bu Şekildeki bir ortaklık yönetiminin tesis edilmesini sağlayacak kuralların belirlenmesine çalışılmaktadır.¹²⁵

2.2.3.Kurumsal Yönetimde Menfaat Grupları

Kurumsal yönetim ilkelerinde iki farklı menfaat grubunun varlığından bahsedilmektedir. Halka açık anonim Şirketlerdeki menfaat grupları, i içe geçmiş iki üçgen ile ifade edilmektedir. Bunlardan küçük ve ite bulunanı, “i üçgen” olarak adlandırılmakta ve üçgenin tepe noktasında işletmenin “yönetim kurulu”, yani üst yönetimi, üçgenin taban uçlarından birinde “icra yetkisine sahip yöneticisi” ve diğerinde ise “denetçiler” bulunmaktadır. “Dış gen”in tepe noktasında ise “işletme” tabanın bir yanında “sermaye piyasası/hissedarlar” ve karşı tarafında ise “diğer çıkar grupları” bulunmaktadır.

¹²⁵ Paşlı, s.37



Sermaye Piyasası/Hissedarlar

Diğer Çıkar Grupları

Şekil 1 : Kurumsal Yönetimde Menfaat Grupları

Kaynak: Hasan Pulaşlı, Corporate Governance, Anonim Şirket Yönetiminde Yeni Bir Model, 2003, s.2

Buna göre kurumsal yönetim; bir yandan işletme üst yönetiminin amaca uygun fonksiyonel bir yapılandırılmasını amaçlamakta, başka bir ifade ile işletme yönetiminde “dahili üçgen” olarak adlandırılan üçlü ilişkide, icra yetkisine sahip “yöneticinin sevk ve yönetim işlevi” ile “üst yönetim ve kontrol-gözetim işlevi” ve “denetçilerin denetim işlevleri” arasında denge sağlamaktadır. Diğer yandan da, “dış üçgen”de bulunan, “işletme”, “hissedarlar” ve “diğer çıkar grupları” arasındaki “güçlerin denkleştirilmesini” amaçlamaktadır. Burada her şeyden önce, işletme üst yönetimi olarak, yönetim kurulu ile icra yetkisine sahip yöneticilerin, devamlı ve etkin şekilde hareket eden pay sahipleri ve özellikle kurumsal yatırımcılar tarafından kontrol edilmesi söz konusudur. Bu çerçevede kurumsal yönetim, dahili kurumsal yönetim (veya içerden kontrol sistemi) ve harici kurumsal yönetim (veya dışardan kontrol sistemi) şeklinde bir ayrıma tabi tutulmaktadır.¹²⁶

2.2.4.Sistemlere Göre Kurumsal Yönetim Kavramı ve İçeriği

Literatürde ülkelerin şirket yapılarına göre üç ayrı gruba ayrıldığı görülmektedir. Birinci grupta yatırımcıların hukuksal olarak korunduğu, büyük yatırımcılar yerine küçük yatırımcıların sahibi olduğu şirketlerin bulunduğu ülkeler yer alır. ABD ve İngiltere bu gruba dahildir, ikinci grup daha az hukuksal korumalı, büyük yatırımcıların ve bankaların

¹²⁶ Hasan Pulaşlı, **Corporate Governance, Anonim Şirket Yönetiminde Yeni Bir Model**, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara, 2003, s.2-3

sahip olduğu şirketlerin bulunduğu ülkelerden oluşur. Almanya ve Japonya bu gruba dahil edilebilir. Üçüncü grup ise, mülkiyetin ailelerin elinde toplandığı, büyük ya da kurumsal yatırımcının ya da banka ortaklığının ve yatırımcıların kanuni korumalarının daha az olduğu şirketlerin bulunduğu ülkelerdir. Türkiye bu gruba dahildir.¹²⁷

Şirket yapılarına göre üçlü bir ayrıma gidilmekle beraber kurumsal yönetime yönelik iki temel sistem bulunmaktadır. Birincisi, gelişmiş sermaye piyasalarına sahip Amerika ve İngiltere'de şekillenen "Anglo-Sakson Sistemi", ikincisi ise esas olarak bankaların hakimiyetinde olan ve ortakların gözetiminin bankalar tarafından yapıldığı "Alman Sistemi" olarak da bilinen "Kıta Avrupası Sistemi"dir.

2.2.4.1. Anglo-Sakson Sistemi

“Kurumsal Yönetimin Hissedar Modeli” olarakta adlandırılan Anglo-Sakson Sistemi'nin gelişmiş sermaye piyasaları ve yaygın hisse senedi sahipliğinin sözkonusu olduğu Amerika ve İngiltere'de ortaya çıktığı söylenebilir. Bu bağlamda Anglo-Sakson Sistemi'nde bireysel yatırımcı ve onun korunmasına yönelik düşüncenin ön planda olduğu görülmektedir.

Bu görüş taraftarlarına göre, işletmenin hak ve dolayısıyla söz sahipleri, onu kuran, sermayesini sağlayan ve riske girerek toplum gereksinimlerini karşılamaya çalışan pay sahipleridir. Bu nedenle işletme, toplumun gereksinimlerini karşılarken, aynı zamanda onu kuran, sermayesini sağlayan, riske giren pay sahiplerinin çıkarlarını da öncelikle gözetmek zorundadır. İşletme faaliyetlerinin toplumda kabul görmesi sonucu pay sahiplerinin elde etmeyi arzuladıkları en önemli amaç ise onların yatırımlarının değer kazanmasıdır.¹²⁸ Amerika ve İngiltere'deki kurumsal yatırımcılarda kurumsal yönetim probleminin; şirketin hissedarların yararına dayalı olarak yönetilmesinin güvence altına alınması olarak ifade edildiği görülmektedir. Bu bağlamda Anglo-Sakson Sistemi'ne göre kurumsal yönetimin odak noktası, şirketin üç

¹²⁷ Zeynep Önder, Kurumsal Şirket Yönetimi Konusunda OECD İlkeleri, Diğer İlkeler ve Türkiye, **TCMB Kurumsal Şirket Yönetimi Konferansı**, 14-18.05.2003, s.126

¹²⁸ Kadri S. Mirze ve Hayri Ülgen, **İşletmelerde Stratejik Yönetim**, İstanbul 2007, s.424

temel bileşeni olan hissedarlar, yönetim kurulları ve şirket yönetimi arasındaki ilişkilerin belirlenmesi olarak ortaya çıkmaktadır. Hissedarların talep ve haklarının korunmasına dayalı geleneksel Amerikan düşüncesi Avrupa'da büyük ölçüde kabul görmemekte ve çok dar kapsamlı bulunmaktadır. Özellikle, Fransa ve Almanya'da hisse senedi sahipliğinin yaygınlığının Amerika ile kıyaslandığında daha düşük düzeyde olduğu görülmektedir. Anglo-Sakson Sistemi'nde, kurumsal yönetimin gerçek ilgisinin yöneticilerin sağlayacakları başarılarla bağlı olarak hissedarların haklarının korunması olması gerektiği düşünülmektedir.¹²⁹

Hissedar değeri kavramında anlatımını bulan Anglo-Sakson Sistemi'nde, işletmelerde sosyal sorumluluk kavramının; yıkıcı ve güç dengelerini bozucu bir görüş olduğu savunulmaktadır.¹³⁰ Çünkü, hissedarlar; paydaş grubu içinde en az korumaya sahip gruptur. Bu görüşe göre, çalışanlar istedikleri takdirde diğer bir işletmeyi tercih etmekte ve daha az bir maliyete katlanarak kendilerini koruyabilmekte, işletmenin kredi kullandığı kurumlar da gerekli gördüklerinde vadeleri kısaltarak ya da başka yöntemlerle kendilerini koruyabilirken paydaş grubu içindeki hissedarların sözleşmesi ise daha çok korunmasız konumdaki grubu oluşturmaktadır. Hissedar değeri kavramını savunanlar buradan hareketle, yönetimde sadece şirket faaliyetlerinden doğan finansal riski üstlenen paydaş gruplarının söz sahibi olmasını ekonomik etkinliğin gereği olarak görmektedir.¹³¹ Şirket yönetiminin başarısının ölçüsü de, bu doğrultuda hissedarların varlıklarındaki değer artışı olmalıdır. Hissedarlar daha fazla gelir elde ettikçe, ekonomi canlanacak ve bu ekonomik canlanma sadece hissedarların değil çalışanların, tüketicilerin, tedarikçilerin ve bütün paydaşların yararına olacaktır.¹³²

Diğer taraftan tartışmalarda kar kavramının niteliği üzerinde de yoğunlaşmış ve kar kavramından kastedilenin kısa vadeli kar mı yoksa uzun vadeli kar mı olduğu, karın tutarı mı yoksa karlılık oranı mı olduğu, iki yatırım

¹²⁹ Tuzcu , s.38

¹³⁰ Pulaşlı, s.32

¹³¹ **OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri 2004**, Kurumsal Yönetim Derneği Yayınları, Yayın No:2005-01-01, s.13-21, Açıklayıcı Notlar için Bkz.Aynı Eser, s.21-50

¹³² William Lazonick ve Mary O'Sullivan, "Maximizing Shareholder Value: a New Ideology for Corporate Governance", **Economy and Society**, Vol.XXIX, No:1, 2000, s.27.

karşılaştırıldığında kar ve nakit akımları arasında tercih yapılması gerekebileceği, bunun da karlılık ile ilgili tercih yapılması sonucunu doğurabileceği, son olarak kar kavramının yatırımlardan beklenen nakit akımlarının zaman değerini ve riskliliğini dikkate almaması nedeniyle firma çıkarı ve hissedar çıkarları arasında farklılıklar oluşabileceği üzerinde durulmuştur.¹³³

2.2.4.2.Kıta Avrupası Sistemi

Avrupa, Latin Amerika ve Japonya'da ise halka açık şirketlerin önemli ölçüde pay sahibi gruplar tarafından kontrol edildiği görülmektedir. Amerika ve İngiltere dışında bu ülkelerdeki kurumsal yönetimin temel problemi, azınlık pay sahiplerinin kontrolü elinde bulunduran gruplar tarafından yapılan mülksüzleştirmelerden korunmasıdır. Kıta Avrupa'sında halka açık şirketlerde hisse senedi sahipliği ve oy kullanma gücü Amerika ve İngiltere'de olduğundan daha fazla belli grupların elinde yoğunlaşmıştır. Buna ek olarak Amerika'da Avrupa ülkeleriyle kıyaslandığında nüfusun daha büyük bir oranı hisse senedi sahibidir. Örneğin, Amerika'da yetişkinlerin yarıdan fazlası doğrudan ya da dolaylı bir şekilde hisse senedi sahibi iken, bu oran Almanya'da yalnızca yüzde yirmi ile sınırlı kalmaktadır. Bu değerlendirmeler yapıldığında ortaya şu sonuç çıkmaktadır. Halka açık şirketlerde temel olarak iki farklı yönetim yapısı mevcuttur. Bunlardan ilki, Amerika ve İngiltere'de hakim olan anlayış, yönetici baskın model olarak ifade edilebilir. Avrupa kıtasının çoğunda hakim olan anlayış ise, hisselerin çoğunluğunu elinde bulunduran hissedarlara dayalı model olarak açıklanabilir.¹³⁴ Ayrıca Kıta Avrupası ve Japonya'da sermaye yoğunluğu Amerika ve İngiltere'den oldukça yüksektir. Bunun yanında finansal kurumlar Amerika ve İngiltere'de sahiplik konumunda iken pek çok diğer ülkede ise aileler ve diğer şirketlerin sahipliği göze çarpmaktadır.¹³⁵

Hissedarların yanısıra diğer paydaşların da çıkarlarının meşru kabul edilmesi, şirket faaliyetleri ile ilgili olarak bu grupların isteklerinin de dikkate alınması düşüncesi literatürde "Paydaşlık Teorisi" olarak adlandırılmakta olup şirket faaliyetleri üzerinde hissedarların yanısıra diğer paydaşların da söz hakkı olması gerektiği esasına

¹³³ Metin Kamil Ercan ve Ünsal Ban, **Değere Dayalı İşletme Finansı Finansal Yönetim**, Ankara, 2005, s.13

¹³⁴ Tuzcu, s.37

¹³⁵ Colin Mayer, "Corporate Governance, Competition and Performance", **Journal of Law and Society**, Vol.24, No.1, 1997, s.172

dayanmaktadır. Bu yaklaşıma göre şirket sadece hissedarların değil, şirketin faaliyetlerinden etkilenen bütün paydaşların çıkarları doğrultusunda yönetilmelidir.¹³⁶ Bu nedenle, şirketin amacı çeşitli paydaşların çıkarlarını dengeleyerek her kesimin belli oranda tatmin edilmesini sağlamak olmalıdır.¹³⁷

Özetle, Kıta Avrupası Sistemi'ne göre, yöneticilere bağlı olarak hissedarların haklarını korumak yerine, şirkete dayalı olarak toplumun haklarını korumak kurumsal yönetimin temel amacını oluşturmaktadır. Bu bağlamda Anglo-Sakson Sistemi, yapısı itibariyle önceliği anonim şirketlere sermaye sağlamak yoluyla ortaklık hakkı elde etmiş bulunan hissedarların korunmasına, Kıta Avrupası Sistemi ise, çoğunlukla görev yapan profesyonel yöneticilerin sadece hissedarlara karşı değil, şirketin faaliyetlerinden etkilenen ve şirketin etkileşim içinde bulunduğu tüm paydaşlara (hissedarlar, çalışanlar, şirkete fon sağlayanlar, tedarikçiler, finans kurumları, devlet vb.) yönelik önemli sorumluluklar üstlendiği görülmektedir. Böylece Anglo-Sakson Sistemi'nde kurumsal yönetim, hissedarların kazançları için yöneticilerin pay sahipleri tarafından denetlenmesi olarak şekillenmektedir. Oysa, Kıta Avrupası Sistemi'nde Anglo-Sakson Sistemi'nin aksine kurumsal yönetim, toplumun refah amacına ulaşabilmek için şirketlerin toplum tarafından denetlenmesini ifade etmektedir.¹³⁸ Sonuç olarak Anglo-Sakson Sistemi'nin kurumsal yönetimde paydaşlık teorisinde anlatımını bulan hususlar çerçevesinde şekillendiği, Kıta Avrupası Sistemi'nin ise hissedar değeri kavramı ile bütünleştiği görülmektedir.

2.3.DÜNYA'DA KURUMSAL YÖNETİME İLİŞKİN GELİŞMELER

2.3.1.OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri

Kurumsal yönetimin gelişiminde oldukça önemli rol oynayan OECD'nin konuya ilişkin çalışmalarının gelişimi ve yayınladığı ilkeler aşağıda verilmektedir.

¹³⁶ Semra Aşçıgil, Avrupa Birliği'nde Kurumsal Şirket Yönetimi, **TCMB Kurumsal Şirket Yönetimi Konferansı**, 14-18.05.2003, s.115

¹³⁷ OECD *Kurumsal Yönetim İlkeleri 2004*, s.4

¹³⁸ Tuzcu, s.38

2.3.1.1.Tarihi Gelişim

1998 yılında Bakanlar düzeyinde toplanan OECD (Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü) Konseyi, ulusal hükümetler, ilgili diğer uluslararası kuruluşlar ve özel sektör ile birlikte, OECD'den Corporate Governance ilkeleriyle ilgili bir dizi standart ve yol gösterici ilke geliştirmesini talep etmiştir. Bu amaçla OECD nezdinde üye ülkelerin ilgili görüşlerinden hareketle bağlayıcı olmayacak ilkeleri geliştirmek üzere bir “Kurumsal Yönetim Geçici Özel Çalışma Grubu” oluşturulmuştur. Bu çerçevede, ulusal hükümetler, ilgili uluslararası kuruluşlar ve özel sektör ile birlikte hazırlanan “OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri” ilk olarak 1999 yılında yayımlanmıştır.

İlkeler 2002 yılında OECD Bakanlar Kurulu'nun himayesinde OECD Kurumsal Yönetim Yönlendirme Grubu tarafından gözden geçirilmiştir. Üye ülkelerin kurumsal yönetim uygulamalarında karşılaştıkları sorunlara ne şekilde çözüm getirdiklerine dair kapsamlı bir çalışma da gözden geçirme çalışmalarında kullanılmıştır. Aynı zamanda gözden geçirme çalışmaları kapsamında, OECD'nin Dünya Bankası ve diğer sponsorlarla işbirliği içinde bölgesel reform çabalarının desteklenmesi amacıyla Bölgesel Kurumsal Yönetim Yuvarlak Masa Çalışmalarını organize ettiği OECD sahası dışındaki ekonomilerdeki deneyimlere de başvurulmuştur.¹³⁹ Değişen koşullar ve kurumsal yönetim konusundaki sürekli gelişmeler ile ilkeler yeniden gözden geçirilmiş ve 2004 yılında yeniden yayımlanmıştır. Bu ilkeler, bağlayıcı nitelikte olmayıp, ulusal yasa koyucular için sadece bir referans işlevine sahiptir. Ancak, rekabet gücünü koruyabilmek açısından, şirketlerin kendi yönetimlerini yenilemek ve geliştirmek amacıyla da bu ilkeleri kullanabileceği önemle tavsiye edilmektedir.¹⁴⁰

2.3.1.2.OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri

OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri iki bölümden oluşmaktadır. Birinci bölümde sunulan ilkeler şu alanları kapsamaktadır: 1.Etkin Kurumsal Yönetim Çerçevesi Temelinin Tesisi 2.Hissedarların Hakları ve Temel Sahiplik İşlevleri 3.Hissedarların Adil Muamele Görmesi 4.Kurumsal Yönetimde Paydaşların Rolü 5.Kamuya Açıklama

¹³⁹ OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri 2004, s.4

¹⁴⁰ Pulaşlı, s.32

Yapma ve Şeffaflık ve 6.Yönetim Kurulunun Sorumlulukları. Her bölümün başında bir ilke yer almakta ve bunu, destekleyici bir dizi alt tavsiye izlemektedir. İkinci bölümde, ilkelerin genel mantığının anlaşılması amacını güden açıklayıcı notlar bulunmaktadır. Notlar, Kurumsal Yönetim İlkelerini daha işlevsel kılmak açısından yararlı olabilecek temel eğilimlere ilişkin açıklamaları içermekte ve alternatif uygulama yöntemleri ve örnekler sunmaktadır. Aşağıda OECD'nin Kurumsal Yönetim İlkeleri verilmektedir.¹⁴¹

2.3.1.2.1.Etkin kurumsal yönetim çerçevesi temelinin tesisi

Kurumsal yönetim çerçevesi, şeffaf ve etkin piyasaları teşvik etmeli, kanunlara uygun olmalı ve farklı denetim, düzenleme ve yürütme erkleri arasında sorumluluk dağılımını açıkça yapmalıdır.

A. Kurumsal yönetim çerçevesi, ekonominin genel performansı, piyasaların güvenilirliği, piyasa katılımcılarına yönelik motivasyon ve şeffaf ve etkin piyasaların teşviki üzerindeki etkisi dikkate alınarak geliştirilmelidir.

B. Herhangi bir ülkedeki kurumsal yönetim uygulamalarını etkileyen yasal ve düzenleyici şartlar, kanunlara uygun, şeffaf ve uygulanabilir olmalıdır.

C. Herhangi bir ülkedeki farklı erkler arasındaki sorumluluk dağılımı, açık bir şekilde yapılmalı ve bu dağılımın kamu yararına olması sağlanmalıdır.

D. Denetim, düzenleme ve yürütme erkleri, profesyonel ve nesnel bir şekilde görevlerini yerine getirebilmelerini sağlayacak yetki, güvenilirlik ve kaynaklara sahip olmalıdır. Aynı zamanda, getirdikleri kurallar yerinde, şeffaf ve tamamen açıklanmış olmalıdır.

2.3.1.2.2.Hissedarların hakları ve önemli görevleri

Kurumsal yönetim çerçevesi, hissedarlık haklarını korumalı ve bu hakların kullanılabilmesini kolaylaştırmalıdır.

¹⁴¹ OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri 2004, s.13, Açıklayıcı Notlar için Bkz. Aynı Eser, s.21 ve devamı.

A. Temel hissedarlık hakları: 1) mülkiyet tescil yöntemlerini güvence altına alma; 2) hisseleri devir ve temlik etme; 3) şirket hakkında zamanında ve düzenli olarak açıklayıcı bilgi edinme; 4) genel kurul toplantılarına katılma ve oy kullanma; 5) yönetim kurulu üyelerini seçme ve azletme ve 6) şirketin karından pay alma haklarını kapsmalıdır.

B. Hissedarlar; 1) şirket tüzüğünde ya da kuruluş sözleşmesinde veya şirketin benzeri temel belgelerinde yapılan değişiklikler; 2) ek hisse çıkarma yetkisi ve 3) varlıkların tümünün veya önemli bir kısmının devri de dahil olmak üzere şirketin satışı ile sonuçlanabilecek olağanüstü işlemler gibi, şirketle ilgili köklü değişiklikleri ilgilendiren kararlara katılma ve bu kararlar hakkında yeterince bilgilendirilme hakkına sahip olmalıdır.

C. Hissedarlar, genel kurul toplantısına etkin bir şekilde katılma ve oy kullanma fırsatına sahip olmalı ve oy kullanma usulleri de dahil olmak üzere, genel kurul toplantılarına hakim olan kurallar hakkında bilgilendirilmelidirler.

Hissedarlar, genel kurulların tarih, yer ve gündemleri ile ilgili olarak yeterli ölçüde ve zamanında, aynı zamanda toplantıda karara varılacak konularla ilgili olarak tam ve zamanında bilgilendirilmelidirler.

Hissedarlara, makul sınırlamalar dahilinde, yıllık dış denetim ile ilgili önermeleri de kapsamak üzere yönetim kuruluna soru önergesi verme, genel kurul toplantısı gündemine yeni başlıklar ekleme ve öneri getirme fırsatı tanınmalıdır.

Yönetim kurulu üyelerinin seçilmesi gibi önemli kurumsal yönetim kararlarına etkin katılım sağlanmalıdır. Hissedarlara, yönetim kurulu ve kilit yöneticilere ödenecek olan ücretler hakkındaki görüşlerini bildirme fırsatı tanınmalıdır. Yönetim kurulu üyeleri ve çalışanlara ait ücret cetvelinin, sermaye unsurunun hissedarların onayına tabi olması gerekir.

Hissedarlar bizzat ve giyaben oy kullanabilmeli ve her iki şekilde kullanılan oylar eşit etkiye sahip olmalıdır.

D. Bazı hissedarların sahip oldukları pay ile orantısız bir şekilde kontrol elde etmelerine olanak tanıyan sermaye yapıları ve düzenlemeleri açıklanmalıdır.

E. Şirket kontrolü ile ilgili piyasaların etkin ve şeffaf bir tarzda işlemesine olanak tanınmalıdır.

Yatırımcıların haklarını ve izleyecekleri yolu anlayabilmeleri için sermaye piyasalarında şirket kontrolünü elde etmenin kural ve usulleri ve şirketler arası birleşmeler ve şirket varlıklarının önemli bölümlerinin satışı gibi olağanüstü işlemler açık bir biçimde ifade ve ilan edilmelidir. İşlemler, şeffaf fiyatlarla ve sınıflarına göre bütün hissedarların haklarını koruyan adil koşullarda gerçekleştirilmelidir.

Şirketi ele geçirmeyi engelleyecek mekanizmalar, yönetimin hesap verme sorumluluğunu perdelemek amacıyla kullanılmamalıdır.

F. Mülkiyet haklarının kurumsal yatırımcılar da dahil olmak üzere tüm hissedarlarca kullanımı kolaylaştırılmalıdır.

Yed-i adil sıfatıyla hareket eden kurumsal yatırımcılar, oy haklarının nasıl kullanılacağı ile ilgili yürürlükte bulunan prosedürler de dahil olmak üzere yatırımları ile ilgili tüm kurumsal yönetim ve oy politikalarını açıklamalıdır.

Yed-i adil sıfatıyla hareket eden kurumsal yatırımcılar, yatırımları ile ilgili kilit yönetim haklarının kullanımını etkileyebilecek maddi çıkar çatışmalarını nasıl idare ettiklerini açıklamalıdır.

G. Kurumsal hissedarlar da dahil olmak üzere bütün hissedarların, hakkın kötüye kullanılmasına yönelik istisnalar dahilinde ve ilkelerde belirtildiği şekliyle sahip oldukları hissedarlık hakları ile ilgili konularda görüş alışverişinde bulunmalarına olanak tanınmalıdır.

2.3.1.2.3.Hissedarların adil muamele görmesi

Kurumsal yönetim çerçevesi, azınlık ve yabancı hissedarlar da dahil, bütün hissedarlara eşit muamele yapılmasını güvence altına almalıdır. Bütün hissedarlar

haklarının ihlali halinde yeterli bir telafi ya da tazminat elde etme imkanına sahip olmalıdır.

A. Aynı tertip hisse sahibi hissedarlara eşit muamele yapılmalıdır.

Herhangi bir tertipteki tüm hisseler aynı hakları içermelidir. Bütün yatırımcılar hisse satın almadan önce herhangi bir tertipteki hisselerle dair haklar ile ilgili bilgi sahibi olabilmelidir. Oy haklarındaki her türlü değişiklik bu değişiklikten olumsuz şekilde etkilenecek olan tertip hisselerinin onayına sunulmalıdır.

Azınlık hissedarlar, doğrudan veya dolaylı olarak birlikte hareket eden ve hisselerin çoğunluğunu elinde bulunduran hissedarların kötü niyetli muameleleri veya bu hissedarların kendi çıkarları doğrultusunda sahip oldukları gücü azınlık hissedarlara karşı kötü niyetle kullanmalarına karşı engellenmeli ve azınlık hissedarlar, mağduriyetlerini telafi edebilecek etkin mekanizmalara sahip olmalıdır.

Oylar, hisseler üzerinde tasarruf hakkına sahip olan kişi ile üzerinde anlaşmaya varılan şekilde onun yed'i eminleri ya da atadığı mümessilleri tarafından atılmalıdır.

Uzaktan yapılan oylama önündeki engeller ortadan kaldırılmalıdır.

Genel kurul toplantılarının işlem ve usulleri, tüm hissedarların adil muamele görmelerine olanak tanınmalıdır. Şirket prosedürleri, oy atmayı gereksiz şekilde zorlaştırmamalı ya da masraflı hale getirmemelidir.

B. İçerden öğrenenlerin ticareti (insider trading) ve kötüye kullanılan çıkar amaçlı muameleler yasaklanmalıdır.

C. Yönetim kurulu üyelerinin ve kilit yöneticilerin, şirketi etkileyen işlem ve konularla ilgili doğrudan, dolaylı veya üçüncü taraflar adına maddi çıkar konusu olabilecek her türlü ilişkilerini açıklamaları gerekmektedir.

2.3.1.2.4. Kurumsal yönetimde paydaşların rolü

Kurumsal yönetim çerçevesi, menfaat sahiplerinin haklarını yasalarda veya ikili anlaşmalarda belirtildiği şekilde tanımalı, servet ve yeni iş alanları yaratmada şirketler

ile paydaşlar arasında etkin işbirliğini ve mali açıdan güçlü işletmelerin ayakta kalmasını teşvik etmelidir.

A. Paydaşların kanunlar veya ikili anlaşmalarla oluşturulmuş olan haklarına saygı gösterilmelidir.

B. Paydaşlar, çıkarları yasalarla korunduğu durumlarda, haklarının ihlali dolayısıyla yeterli telafi ya da tazminat elde etme imkanına sahip olmalıdır.

C. Çalışanların yönetime katılımı açısından performans geliştirici mekanizmaların hayata geçirilmesine izin verilmelidir.

D. Paydaşlar, kurumsal yönetim sürecine katıldıkları durumlarda, zamanında ve düzenli olarak konu ile ilgili, yeterli ve güvenilir bilgilere erişebilmelidirler.

E. Çalışanlar ve onların temsil organları da dahil olmak üzere paydaşlar, kanunlara aykırı ve etik olmayan uygulamalar hakkında kaygılarını yönetim kuruluna serbestçe iletebilmeli ve bu şekilde hareket etmeleri yüzünden hakları tehlikeye girmemelidir.

F. Kurumsal yönetim çerçevesi, etkin ve etkili bir iflas çerçevesi ve alacaklı haklarının etkin şekilde icraya konulması ile tamamlanmalıdır.

2.3.1.2.5.Kamuya açıklama yapma ve şeffaflık

Kurumsal yönetim çerçevesi; şirketin mali durumu, performansı, mülkiyeti ve idaresi dahil olmak üzere şirketle ilgili bütün maddi konularda doğru ve zamanında açıklama yapılmasını sağlamalıdır.

A. Açıklamalar aşağıdaki konular ile ilgili, ama bunlarla sınırlı olmamak kaydıyla, maddi bilgileri içermelidir:

Şirketin mali ve faaliyet sonuçları ile işletme kar-zarar hesabı

Şirket hedefleri

Büyük hissedarlar ve oy kullanma hakları

Yönetim kurulu üyeleri ve kilit yöneticilerle ilgili ödüllendirme politikası ile; vasıfları, seçim süreci, diğer şirketlerdeki üyelikleri ve yönetim kurulu tarafından bağımsız olarak görülüp görülmedikleri de dahil yönetim kurulu üyeleri hakkındaki bilgiler

İlgili taraf işlemleri

Öngörülebilir risk faktörleri

Çalışanlar ve diğer paydaşlar ile ilgili konular

Kurumsal yönetim yapısı ve politikaları, özellikle de kurumsal yönetim kurallarının veya politikasının içeriği ve uygulama süreci

B. Bilgiler, kaliteli muhasebe standartlarına, mali ve mali olmayan bilgilendirme standartlarına uygun olarak hazırlanmalı ve açıklanmalıdır.

C. Mali tabloların, şirketin mali durumunu ve performansını her açıdan doğru bir şekilde yansıttığı güvencesinin yönetim kuruluna ve hissedarlara objektif olarak verilebilmesi amacıyla yıllık denetim; bağımsız, yetkin ve uzman bir denetçi tarafından gerçekleştirilmelidir.

D. Dış denetçiler, hissedarlara karşı sorumlu olmalı ve denetimin gerçekleştirilmesinde gerekli mesleki ihtimamı göstermekle şirkete karşı yükümlü olmalıdır.

E. Bilgi yayma kanalları, ilgili bilgiye, kullanıcıların eşit şekilde, zamanında ve masrafsız olarak erişimini sağlamalıdır.

F. Kurumsal yönetim çerçevesi, analiz veya tavsiyelerin güvenilirliğini zedeleyecek maddi çıkar çatışmalarından bağımsız bir şekilde, analizciler, brokerler, kredi derecelendirme kuruluşları ve diğer kişi veya kuruluşlarca yatırımcılar tarafından alınan kararlarla ilgili analiz veya tavsiyelerin hazırlanmasını sağlayan etkin bir yaklaşımla desteklenmelidir.

2.3.1.2.6.Yönetim kurulunun sorumlulukları

Kurumsal yönetim çerçevesi; şirketin stratejik rehberliğini, yönetim kurulu tarafından yönetimin etkin denetimini ve yönetim kurulunun, şirkete ve hissedarlara karşı hesap verme yükümlülüğü taşımasını sağlamalıdır.

A. Yönetim kurulu üyeleri; konuyla ilgili tam bilgi sahibi olarak, iyi niyetle, gerekli dikkat ve özeni göstererek, şirketin ve hissedarların çıkarları doğrultusunda hareket etmelidir.

B. Yönetim kurulu kararlarının farklı hissedar gruplarını farklı şekilde etkilediği durumlarda, yönetim kurulu bütün hissedarlara adil şekilde davranmalıdır.

C. Yönetim kurulu, yüksek etik standartlar getirmeli ve paydaşların çıkarlarını dikkate almalıdır.

D. Yönetim kurulu aşağıdaki hususları kapsayan bazı temel işlevleri yerine getirmelidir:

Şirket stratejisini, başlıca eylem planlarını, risk politikalarını, yıllık bütçeleri ve iş planlarını yönlendirmek ve gözden geçirmek; performans hedeflerini saptamak; uygulamaları ve kurumsal performansı takip etmek ve büyük sermaye harcamalarını, devralmaları ve mal varlığı satışlarını yönetmek.

Şirket kurumsal yönetim uygulamalarının etkinliğini gözlemek ve gerektiğinde değişiklikler yapmak.

Önemli yöneticileri seçmek, ödüllendirmek, denetlemek, gerektiğinde değiştirmek ve yönetimin sorunsuz şekilde el değiştirmesini sağlamak.

Üst düzey yöneticilerin ve yönetim kurulu üyelerinin gelirlerini, şirketin ve hissedarların uzun vadeli çıkarı uyarınca belirlemek.

Formel ve şeffaf bir atama süreci oluşturmak.

Şirket varlıklarının suistimal edilmesi ve ilgili tarafların işlemlerinde kötüye kullanma dahil olmak üzere, yönetim, yönetim kurulu üyeleri ve hissedarların olası çıkar çatışmalarını gözlemek ve idare etmek.

Bağımsız denetim dahil olmak üzere şirketin muhasebe ve mali raporlama sistemlerinin güvenilirliğini sağlamak ve özellikle risk yönetimi, mali ve operasyonel kontrol sistemleri ve yasa / ilgili standartlara uygunluğu denetleyen sistemler gibi denetim sistemlerinin işlerliğini sağlamak.

Kamuya yapılan açıklamalar ve iletişim süreçlerine nezaret etmek.

E. Yönetim kurulu, şirket işlerinde objektif bağımsız muhakeme yürütebilme yeteneğine sahip olmalıdır.

Yönetim kurulları, çıkar çatışması olasılığının ortaya çıkabileceği durumlarda bağımsız muhakeme yürütmeye yetecek sayıda icrada görevli olmayan üye atamış olmayı göz önünde bulundurmalıdır. Bu türden kritik sorumluluklar arasında, mali ve mali olmayan raporların güvenilirliğinin sağlanması, ilgili taraf işlemlerinin gözden geçirilmesi, yönetim kurulu üyelerinin ve kilit yöneticilerin atanması, yönetim kurulu üyelerine ödenecek olan ücretlerin belirlenmesi bulunur.

Komiteler oluşturulduğunda, süreleri, yapısı ve çalışma prosedürleri, yönetim kurulu tarafından etraflıca belirlenmeli ve açıklanmalıdır.

Yönetim kurulu üyeleri sorumluluk alanlarına yeterince zaman ayırmalıdır.

F. Yönetim kurulu üyeleri, sorumluluklarını yerine getirebilmek için gerçeğe uygun, konuyla ilgili ve geçerli bilgiye ulaşabilme olanağına sahip olmalıdır.

2.3.2.ABD’de Kurumsal Yönetim Düzenlemeleri

ABD’de yapılan başlıca düzenlemeler Treadway Raporu, Halka Açık Şirketler Gözetim Kurulu Raporu, Blue Ribbon Komitesi Önerileri, Sarbanes Oxley Yasası’dır.

Amerika Sertifikalı Kamu Muhasebecileri Enstitüsü (AICPA), Amerika Muhasebeciler Birliği (The American Accounting Association-AAA), Finansal Yöneticiler Enstitüsü (The Financial Executives Institute-FEI), İç Denetçiler Enstitüsü (The Institute of Internal Auditors-IIA) ve Ulusal Muhasebeciler Birliği (The National Association of Accountants-NAA) tarafından 1987 yılında bir komisyon oluşturulmuştur. Komisyon Başkanı James C. Treadway olduğundan Rapor; Treadway Komisyonu Raporu olarak bilinmektedir. Komisyon finansal tablolarda hileler üzerine

çalışmalar yapmış, finansal tablolarda hilelerin azaltılması ve güvenilir finansal raporlama sürecinin oluşturulabilmesi için çeşitli öneriler sunmuştur. Halka Açık Şirketler Gözetim Kurulu (Public Oversight Board - POB) da çeşitli çalışmalar yapmıştır. Bu çalışmalar; 1993'te "The Public Interest: A Special Report", 1995 yılında da "Directors, Management and Auditors Allies in Protecting Shareholder Interest" adı altında yayımlanmıştır. Raporlarda dikkati çeken birinci nokta denetçi-işletme yönetimi ilişkisinin değişmiş olmasıdır. Buna göre, denetçiler işletme yönetimini değil komiteyi müşteri olarak görmelidir. Rapor denetim komitesine; denetim ücretinin saptanması, finansal raporlama ve denetim sürecinin denetçilerle birlikte gözetilmesi, işletmenin uyguladığı muhasebe politikalarının değerlendirilmesi, finansal tabloların yıllara göre karşılaştırılabilir olup olmadığının ve kamuya sunulan bilgilerin güvenilir olup olmadığının incelenmesi, yönetim ve denetçilerle iyi bir iletişim ağının kurulması ve denetçilerin istedikleri bilgilere kolayca ulaşmasını sağlayacak ortamın oluşturulması konularında görevler yüklemiştir.¹⁴²

Blue Ribbon Komisyonu Raporu ise 1999 yılında denetim komitesi tavsiye çalışmalarının SEC tarafından yeniden tanzim edilerek bağlayıcı olarak yürürlüğe konulması ile oluşturulmuştur. Komisyon temel olarak, denetim komitesinin bağımsızlığı, belirli bir sermayenin üzerindeki şirketlerin denetim ve gözetim görevine sahip asgari yönetim kurulu üye sayısı, denetim kurulu üyelerinin kişisel ve mesleki nitelikleri, faaliyet raporlarının açıklanması, denetim komisyonunun onayı, denetçilerin seçimi gibi hususlardaki ilkeleri ortaya koymuştur.

Amerikan mevzuatında Corporate Governance'a dair en yeni yasal düzenleme 2002 yılında yürürlüğe giren Sarbanes-Oxley Kanunu'dur. Bu yasa daha çok önemli konuların ve sorunların ayrıntılarına girilmeden genel anlamda ve bazı konularda da kısmen ayrıntılı düzenlemeleri içermektedir. Ayrıntı ve uygulamayla ilgili düzenlemelerin hazırlanması konusunda SEC (Security Exchange Commission) ve PCAOB'a (Public Company Accounting Oversight Board) yetki verilmektedir. Yasa Amerikan denetim kuruluşları ile şirket yöneticisini

¹⁴² Demirbaş ve Uyar, s.42

(CEO), finansman müdürlerini (CFO), yönetim kurullarını, denetim komitesini, finans analistlerini, yatırım bankaları ve derecelendirme kuruluşlarını da kapsayacak düzenlemelere sahiptir. Dünyanın ilk Kurumsal Yönetim Kanunu olarak değerlendirilmesi nedeniyle¹⁴³ Sarbanes-Oxley Kanunu'na ilişkin temel hususlar aşağıda sıralanmaktadır.

2.3.2.1 İhraççular İçin Öngörülen Hükümler

Yasada ihraççıları ilgilendiren önemli hükümler Section 401-406 arasında sayılmış olup genel hatları ile aşağıda verilmektedir.¹⁴⁴

-Yönetim kurulu üyeleri, müdürler ve diğer üst düzey yöneticilere belirli istisnalar dışında (ev kredileri, tüketici kredileri vb) kredi verme yasağı.

-Doğrudan veya dolaylı olarak hisselerin %10 veya daha fazlasına sahiplik durumlarında meydana gelen değişikliklerin derhal kamuoyuna açıklanma ve bildirimde bulunma yükümlülüğü.

-Yıllık raporlarda dahili kontrol yapısı ve prosedürleri ile finansal raporlama prosedürleri konusunda açıklamalarda bulunulması.

-Bilanço işlemlerinin dışındaki yıllık ve ara dönem raporları ile diğer tüm belgelerin (ayarlamalar, zorunluluklar, konsolide edilmeyen ortaklıklarla ihraççının diğer ilişkileri, finansal durumdaki değişiklikler, operasyonların sonuçları, likidite, sermaye kaynakları ve sermaye harcamaları, gelir ve giderlerin önemli bileşenleri) 180 günü geçmeyecek şekilde ibraz edilmesi.

-Kamuya açıklanan proforma finansal ve mali bilgilerin, hiçbir şekilde yanlış ve yanıltıcı ifadeleri içermemesi ve Amerikan genel kabul görmüş muhasebe ilkelerine uygun olması.

-Üst düzey finansman ve muhasebe bölümü yöneticileri ve denetleyiciler ile bunlara benzer işleri yapan görevlilere ilişkin olarak özel etik ilkeleri tespit etme.

¹⁴³ Mustafa Aysan, **Kurumsal Yönetim (Corporate Governance) ve Risk**, İstanbul, 2007, s.78

¹⁴⁴ Sarbanes Oxley Act of 2002, One Hundred Seventh Congress of the United States of America, www.findlaw.com, (07.04.2008), s.41-45

-Defterlerin tutulması veya hesap işlerindeki yanlışlıklarla ilgili olarak SEC'e bilgi veren ihraççının çalışanlarının korunması.

-Defterlerin tutulması, hesap işleri veya diğer hizmetlerinde manipülasyonlar vasıtasıyla dolandırıcılık yapılmasına ilişkin fiiller için öngörülen ağır cezai hükümler.

-Bağımsız denetçinin, denetim hizmeti verdiği şirket ve bağlı şirketlerine dokuz özel ek hizmet verme yasağı.Yasak kapsamındaki ek hizmetler şunlardır:¹⁴⁵

1.Muhasebe ve finansal duruma ilişkin defter tutma veya buna ilişkin hizmetlerin verilmesi,

2.Finansal bilgi sistemi kurma ve uyarlama hizmetleri verilmesi,

3.Maddi yatırımlarla ilgili ekspertiz veya değerlendirme hizmetleri verme ve rapor hazırlama,

4.Aktüerya (sigorta hesap ve istatistik işleri) hizmetleri verilmesi,

5.İç denetim destek hizmetleri verilmesi,

6.Yönetim ve insan kaynakları fonksiyonuna ilişkin hizmetlerin verilmesi,

7.Brokerlik, yatırım danışmanlığı veya yatırım bankacılığı hizmetleri verilmesi,

8.Hukuk müşavirliği ve denetimle ilişkisi olmayan diğer danışmanlık, tahkim ve bilirkişilik hizmetleri verilmesi,

9.Kurul'ca veya kanuni düzenlemelerle yasaklanan diğer danışmanlık hizmetleri verilmesi,

2.3.2.2.Yönetim Kurulu Üyeleri -Üst Yöneticiler İçin Öngörülen Hükümler

Yönetim kurulu üyeleri ile üst düzey yöneticiler hakkındaki düzenlemeler Section 302 ve 305 arasında yer almakta olup şu şekildedir.¹⁴⁶

¹⁴⁵ Sarbanes-Oxley Act of 2002, s.27

¹⁴⁶ Sarbanes-Oxley Act of 2002, s.33-35

-Yıllık ve ara dönem raporlarının, imzalayan yöneticilerce gözden geçirilmiş olması, ilgililerin bilgisi dahilinde raporların, yanlış veya yanıltıcı bilgiler içermemesi, raporlarda yer alan finansal bilgilerin doğru olarak sunulması,

-Tüm şirket kararlarının ve diğer bağlayıcı nitelikteki raporların borsa düzenlemelerine, doğruluk ve adalet ilkelerine uygunluğunun şirket yöneticisi (CEO) ve finansman müdürü (CFO) tarafından yeminli olarak açıklanması.

-Yöneticileri vasıtasıyla şirket denetçilerini veya muhasebecileri yanlış şekilde etkileme veya yanlış yönlendirme ve yanıltma yasağı.

-Şirket üst düzey yöneticilerine yapılan maaş ve ödemelerinin geçici olarak dondurulması hususunda SEC'in yetkili olması.

-İhraççının kendi hesaplarında geriye etkili olarak düzeltme yapmak zorunda olduğunda, tazminat ve diğer değişken maaş ve ücretlerin geri ödenme yükümlülüğü.

2.3.2.3.Denetim Komitesi İçin Öngörülen Düzenlemeler

Denetim komitesinin önemli yetki ve görevleri (Section 301) şunlardır:¹⁴⁷

-Bağımsız dış denetim şirketinin seçimi, tazminatı, ücreti ve gözetiminde doğrudan yetkili olma.

-İhtiyaç olması halinde, ek danışmanlık hizmeti alabilmeye yetkili olma.

-Denetim komitesi üyelerinin yönetim kurulu üyesi olabilmekle beraber üyelerin ihraççıya karşı bağımsız olması.

2.3.2.4.Bağımsız Denetim Şirketleri İçin Öngörülen Düzenlemeler

Hisse senetleri bir Amerikan borsasına kote edilmiş şirketlerin (ihraççıların) finansal ve mali tablo ile tüm hesap ve raporlarını denetlemekle görevli olan bağımsız dış denetim şirketlerine ilişkin başlıca düzenlemeler (Section 201-209) şunlardır.¹⁴⁸

¹⁴⁷ Sarbanes-Oxley Act of 2002, s.32

-SEC tarafından yeni oluşturulmuş ve onun gözetiminde olan “Halka Açık Ortaklıklar Muhasebe Gözetim Kurulu” (Kurul) PCAOB nezdinde bir “Tescil Dairesi”nin kurulması. Borsaya kote edilmiş olan tüm ortaklıkların bu daireye tescil edilme zorunluluğu.

-Finansal ve mali tablo kontrolleri, inceleme, araştırma ve PCAOB tarafından alınacak disiplin tedbirleriyle ilgili olarak standartlara uyulması.

-Kurul’un talebi üzerine, yabancı denetim şirketleri de dahil olmak üzere denetim çerçevesinde, finansal ve mali tablolar ile raporların ve diğer iş evraklarının ibrazı.

-Kurul’un, belirli hallerde şirketlere uygulayacağı para cezaları, ihtar, denetim faaliyetinin yasaklanmasına ilişkin düzenlemeler.

-Denetimden sorumlu olan kişiler ve üst denetim sorumluları için öngörülen beş yıllık rotasyon yükümlülüğü. Bu hükme göre, her beş yıl sonunda denetim firmalarının ve bu firmalarda görev almış olan denetçilerin, denetim hizmeti verdiği firma ve bağlı şirketlerinde zorunlu olarak rotasyona tabidirler; diğer bir ifade ile görev süresi beş yıl ile sınırlıdır.

-Denetim şirketlerinde görev yapmış kişiler, denetlenen müşteri şirketteki bazı kilit pozisyonlarda (CEO, CFO, CAO ve diğerleri) çalışabilmek için 1 yıllık bekleme süresine tabidirler.

-Şirketin iç kontrol sisteminin etkinliğiyle ilgili olarak işletme yöneticisi tarafından sunulan raporun incelenmesi.

2.3.2.5.Halka Açık Ortaklıklar Muhasebe Denetim Gözetim Kurulu

Sarhanes-Oxley Kanunu’nda, kurulması öngörülen ve borsaya kote edilmiş halka açık ortaklıkları ve bunlara denetim hizmeti veren denetim firmalarını ilgilendiren “Halka Açık Ortaklıklar Muhasebe Denetim Gözetim Kurulu”nun (Public Company

¹⁴⁸ Pulaşlı, s.79

Accounting Oversight Board) (PCAOB) görevleri anılan Kanun'da şu şekilde sıralanmıştır.

1.İhraççılar için denetim raporu hazırlayan denetim firmalarını nezdinde tuttuğu sicile tescil etmek,

2.Bağımsızlık, meslek etiği, denetim ve benzeri diğer kalite kontrol standartlarının tespiti veya daha önce bu konuda uygulanan kuralların kabulü,

3.Tescilli denetim firmalarının devamlı olarak kontrol edilmesi,

4.Disiplin tedbirleriyle ilgili düzenleme ve incelemelerin yapılması ve tescilli denetim firmaları ve bunların yöneticilerine karşı disiplin müeyyidesi uygulanması,

5.Yeni finansal ve mali tablo standartlarının tespiti hususunda PCAOB yetkilidir Ancak PCAOB'nin tespit ettiği bu muhasebe standartları, "Amerikan Muhasebe Standartları Kurulu"nun (Financial Accounting Standards Board) incelemesine tabi olmaya devam edecektir.

6.PCAOB, denetim firmalarını re'sen inceleme yetkisine sahiptir. Buna göre PCAOB'nin, tescil edilmiş denetim firmalarında her zaman inceleme yapabilme ve tüm belge ve dosyaları talep etme yetkisi vardır. Yine kanun hükmü uyarınca PCAOB, ceza verme yetkisini de haizdir.¹⁴⁹

7.SEC'te kote edilmiş ancak yabancı ülkelerde faaliyette bulunan, ortaklıkları denetleyen yabancı denetim şirketlerinin gözetimi ve gereken hallerde disiplin müeyyidesi uygulanması. Sarbanes-Oxley Yasası'nın hükümleri, Amerika'nın çeşitli borsalarına New York Menkul Kıymetler Borsası (New York Stock Exchange), Amerikan Menkul Kıymetler Borsası (American Stock Exchange - Amex), İleri Teknoloji Borsası'na (Nasdaq) ve diğer yerel borsalara kayıtlı bulunan takriben 7500 şirkete uygulanabilecektir. Bu şirketler, Başkent Washington'daki Amerikan Sermaye Piyasası Komisyonu (SEC) bünyesindeki gözetim yetkilileri tarafından denetlenmektedir. Bu arada, Amerikan borsalarına kote edilmiş takriben 300 yabancı şirket ve bunları denetleyen denetim şirketleri de bu yasanın hükümlerine tabidirler. Ayrıca, yabancı ülkelerde faaliyet gösteren Amerikan şirketlerini ya da bağlı şirketlerini denetleyen bağımsız denetim şirketleri de bu yasa hükümlerine tabidirler. Örneğin bir

¹⁴⁹ Sarbanes Oxley Act of 2002, s.6

Amerikan borsasına kote edilmiş Amerikan şirketi Almanya, İsviçre veya Türkiye’de de faaliyette bulunuyor ve bu ülkelerdeki bağımsız denetim firmaları tarafından denetleniyorsa, Alman, İsviçre ve Türkiye’deki bağımsız denetim firmaları böylece, Amerikan genel kabul görmüş bağımsız denetim standartlarına (US Generally Accepted Auditing Standards - GAAS) ve bağımsızlıkla ilgili Amerikan kurallarına ve giderek Amerikan “Halka Açık Şirketler Muhasebe Gözetim Denetim Kurulu” PCAOB’ın finansal ve mali tablo standartları bakımından, mesleki gözetimine tabi olacaktır. Diğer bir anlatımla, bu şirketler PCAOB tarafından denetlenebilecek ve disiplin cezalarına maruz kalabileceklerdir.¹⁵⁰

2.3.2.6.Amerikan Borsalarında Yapılan Düzenlemeler

ABD’de New York Menkul Kıymetler Borsası, Amerikan Borsası ve NASDAQ’da kurumsal yönetime ilişkin çeşitli düzenlemeler yapmıştır. New York Menkul Kıymetler Borsası’na göre kayıtlı firmalar; yönetici nitelikleri standartlarını, yöneticilerin sorumluluklarını, yöneticinin bağımsız danışman gibi uygun ve gerekli olduğu durumlarda yönetime müdahalesini, yöneticilerin aldığı ücretleri, yöneticilerin sürekli eğitime tabi tutulmasını ve yönetim kurulunun yıllık performans değerlemesini ilan etmek zorundadır. Amerikan Borsası’na göre kendi düzenlemeleri ile işletmelerin kendi ülkelerindeki kurumsal yönetim arasındaki farklı kalemleri, işletmeler yıllık raporlarında özet halinde vermek zorundadır. Kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanmaması durumunda da çeşitli cezalar gündeme gelmiştir. Örneğin Sarbanes-Oxley Yasası’na göre hissedarları bilerek dolandıranlar para cezası ve 25 yıla kadar hapis cezası ile cezalandırılmaktadır. New York Menkul Kıymetler Borsası bir kurumsal yönetim standardının ihlal edilmesi durumunda kınama mektubu yayımlamakta ve kotadan çıkarılma cezası vermektedir. Amerikan Borsası ilgili işletmeye uyarı mektubu gönderme yetkisine sahiptir. NASDAQ’a göre ise kurumsal yönetime ilişkin bir maddenin sunulmaması veya atlanması işletmenin kotadan çıkarılması cezasını gerektirir.¹⁵¹

¹⁵⁰ Pulaşlı, s.81

¹⁵¹ Demirbaş ve Uyar, s.44

2.3.3.İngiltere’de Kurumsal Yönetim Düzenlemeleri

İngiltere’de kurumsal yönetim anlamındaki en önemli çalışmalar Cadbury, Greenbury ve Hampel Raporları’dır.

2.3.3.1. Cadbury Komitesi Raporu

Cadbury Komitesi, özel sektör girişimi olarak İngiltere’de 1991 yılında kurumsal yönetimin finansal yönünü ortaya koymak amacıyla toplanmıştır. Komite’nin çalışmaları sonucunda hazırlanan Rapor “The Financial Aspects of Corporate Governance” adıyla 1992 yılında yayımlanmıştır. Finansal raporlama standartlarının güçsüz olması, yöneticilerin görevleri, değerlendirilmeleri ve çalışma usullerine ilişkin açık bir uygulama çerçevesinin eksikliği, denetim şirketlerinin aralarındaki rekabet dolayısıyla kendilerinden beklenen kalitede hizmet verememeleri ve büyük şirketlerde beklenmedik başarısızlıkların görülmesi gibi nedenlerin, Komite’nin kurulmasında etkili olduğu ifade edilmektedir. Özellikle 1980’li yılların sonunda Maxwell Yayıncılık Grubunun iflası, Komite’nin kurulmasını tetikleyen en önemli nedenlerden biri olmuştur.

Rapor’un; Komite’nin kurulma nedenleri, Rapor’un içeriği, ilkeler gibi ana başlıkları içeren giriş kısmında kurumsal yönetim; şirketlerin yönetilmesi ve kontrol edilmesini sağlayan bir sistem olarak tanımlanmış, yönetim kurullarının şirketlerin yönetiminden sorumlu olduğu belirtilerek ortakların kurul üyelerini atama ve uygun yönetim yapılarını oluşturma sorumluluğu olduğu belirtilmiştir. Yönetim kurulu şirketin stratejik amaçlarını liderlik ederek uygulamaya koyar ve işletme yönetimini kontrol ederek hissedarlara bilgi verir. Denetimin görevi ise

yöneticilerin sunacağı finansal duruma ilişkin verileri dışarıdan ve objektif bir gözle kontrol ederek hissedarlara sunmak olarak belirtilmiştir.¹⁵²

Yönetim Kurulu ile ilgili olan kısımda, her şirketin hem yönlendirici hem de işletmeyi kontrol edebilecek etkin bir yönetim kurulu tarafından yönetilmesi gerektiği belirtilmiştir. Yönetim kurulu, görev ve sorumluluk almayı bilen bir başkan tarafından yönetilmeli, kurul şirkette görev yapan yöneticilerden ve şirket faaliyetlerine dışarıdan ve daha geniş açıyla bakabilen, dışarıdan atanan (bağımsız) üyelere oluşmalı ve yönetim kurulu üyeleri hissedarlar tarafından seçilmelidir. Ayrıca, her üyenin kurulun uygulamaları ve aldığı kararlar dolayısıyla yasal olarak eşit sorumluluk sahibi olduğu, kurul üyeleri arasında hiçbir ayırım yapılmaksızın yönetim kurulunun bir bütün olduğu üzerinde durulmuştur.¹⁵³

Yönetim kurulu başkanının kurumsal yönetim açısından kritik bir öneme sahip olduğu belirtilmiştir. Yönetim kurulu başkanının kurumsal yönetim uygulamalarının güvencesi olduğu, kurulun çalışmalarında kurul üyeleri ile hissedarların talepleri arasında bir denge kurması ve şirketin hedeflerinin gerçekleşmesini sağlayacak faaliyetlerin sürdürülmesini sağlaması gerektiği ifade edilmiş, bağımsız üyelerin kendilerinden beklenen olumlu katkıları arttırmasının sağlanması için yönetim kurulu toplantılarında dile getirilen konular hakkında düzenli ve zamanında bilgilendirilmesini sağlayacak bilgilerin yine başkanlıkça hazırlanması istenmiştir. Görevlerinin doğası gereği yönetim kurulu başkanlığı ve şirketin genel müdürlüğü (CEO) sıfatlarının aynı kişide birleşmemesi gerektiği, aksi takdirde şirket içinde güç dengesinin bozulacağı ve elde edilen aşırı gücün dengelenemeyeceği belirtilmiştir. Şirketin üst yönetiminde kabul edilebilir bir sorumluluk paylaşımı olması durumunda karar verme sürecinde hiçbir bireyin gereksiz bir güce sahip olması mümkün olamayacaktır.¹⁵⁴

¹⁵² **The Financial Aspects of Corporate Governance**, Burgess Science Press, Aralık 1992, s.15

¹⁵³ **The Financial Aspects of Corporate Governance**, s.20

¹⁵⁴ **The Financial Aspects of Corporate Governance**, s.22

Rapor'un bağımsız yönetim kurulu üyelerine ilişkin bölümünde; bağımsız yönetim kurulu üyelerinin şirketin kurumsal yönetim standartlarının belirlenmesinde ve uygulanmasındaki kalitenin bir ölçüsü olduğu, bu üyelerin şirketin stratejisinin, performansının, kaynakların kullanımının ve yönetim standartlarının doğru değerlendirilmesi için önem taşıdığı ve yönetim kurulunda en az 3 bağımsız üye bulunması gerektiği ve bunlardan birinin de yönetim kurulu başkanlığı görevini yapabileceği belirtilmiştir. Komite bağımsız üyelerin çoğunluğunun işletmeden tamamiyle bağımsız kişilerden oluşmasını tavsiye etmiştir. Böylece, işletme yönetiminin işletme ile ilgili iş ve ilişkilerden bağımsız olmaları ve işletme ilgili kararlarda objektif olmaları mümkün olabilir. Bağımsız üyelerin ücretleri konusunda ise bu kişilerin işletmeye kattıkları değer ile bağımsızlıklarını zedelemeyecek ücret seviyesi arasında bir denge kurulmalıdır. Bu ücret seviyesi, bağımsız yönetim kurulu üyelerinin şirket işleri için harcamış oldukları zamanın karşılığını yansıtmalıdır. İşletme içinden bilgi edinme imkanlarının az olması nedeniyle bağımsız yönetim kurulu üyelerinin eksiksiz ve zamanında bilgilendirilmesi son derece önemlidir.¹⁵⁵

Yöneticilerin taşıdığı sorumlulukların büyüklüğü ve sadakatin artan önemi, kişilerin bu görevlere hazırlanmalarını daha da önemli hale getirmektedir. Yöneticilerin farklı işlerde yetişmeleri ve farklı kabiliyet ve deneyimlere sahip olmalarından dolayı işletme içi ve işletme dışından eğitim almaları gerekmektedir. Bu, özellikle daha önceden yönetim kurulu deneyimi olmayan yöneticiler için çok önemlidir.

Rapor'un "Denetim Komitesi" başlığını taşıyan bölümünde, en az 3 üyeden oluşan bağımsız nitelikte bir denetim komitesi oluşturulması ve komitenin yönetim kurulu ile açık ve kesin bir ilişki içinde olması ve yönetim kuruluna düzenli olarak rapor verebilmesi gerektiği ifade edilmiştir. Komitenin toplantılarına şirketin finans yöneticisi ile bağımsız (dış) denetçi de katılmalıdır. Denetim komitesi, yetki alanına giren konularda inceleme yapabilme yetkisine sahip olmalı ve gerekli kaynak

¹⁵⁵ The Financial Aspects of Corporate Governance, s.23

ve bilgilere sınırsız erişimi sağlanmalıdır. Komite, gerektiğinde dışarıdan profesyonel yardım alabilmelidir.¹⁵⁶

Yıllık denetimin kurumsal yönetimin temel unsurlarından biri olduğunun ve mülkiyet ve kontrol ayırımından sonra, yöneticilerin rapor haline getirerek hissedarlara sundukları ilgili dönemdeki faaliyetlerinin sonuçlarının denetlenmesinin öneminin ortaya konulduğu “Denetim” başlığı altında denetimin, şirketle ilgili tüm taraflar için bir güvence olduğu ifade edilerek denetçilerin çalışma alanları tam olarak belirlenemediğinden dolayı ortaklar ve ilgili tarafların beklediği objektif çalışmanın gerçekleştirilemediği, bunda da;

-Muhasebe standartları ve uygulamalarının, yönetim kurullarına gerçekleri ve işlemleri ortaya koymak için çok fazla seçenek sunabildiği, denetçilerin standartların izin vermesi nedeniyle firmaların belirli muhasebe uygulamalarına karşı duramaması,

-Ortakların denetçileri seçmesine ve yine ortakların istekleri çerçevesinde denetim yapılmasına rağmen ortaklar ile denetçiler arasında direkt bir bağlantı mevcut olmaması,

-Denetim şirketleri arasındaki rekabetin, denetimin kalitesini düşürmemesi için denetim standartlarının belirlenmesinin gerekliliği,

-Şirketlerin de rekabet baskısı altında olduğu, denetim maliyetlerinin en aza indirilme çabasının da denetimden beklenen işlevlerin gerçekleşmemesine neden olması,

hususlarının etkili olduğu üzerinde durulmuştur.

Yönetim ile denetçiler arasında uygun bir ilişki olması ana konu olup ortaklar, denetçilerin yönetim ile birlikte ve onlara karşı olmadan çalışmasını beklerken aynı anda profesyonel bir objektifliğe sahip olmalarını da beklerler. Bu

¹⁵⁶ The Financial Aspects of Corporate Governance, s.29

profesyonel ve objektif ilişkiyi sürdürmek hem yönetim kurulu üyelerinin hem de denetçilerin sorumluluğundadır.¹⁵⁷

Hissedarlar'a ilişkin bölüm, yönetim kurulları, denetçiler ve ortaklar arasındaki ilişkileri ele alarak başlamaktadır. Bu bölümde özellikle yükümlülüklerin yanında yönetim kurullarının hissedarlara hesap verebilirliğinin güçlendirilmesine ilişkin önerilere yer verilmiştir. Bu önerilerden biri de, hissedarların bireysel olarak veya komiteler oluşturarak örgütlenmiş biçimde, kurulların ve denetçilerin toplantılarını yakından izlenmesi ve sorunlara çözüm önerileri geliştirebilmelerinin sağlanmasıdır. Ortakların biraraya geldikleri organizasyonlar vasıtasıyla yöneticiler ve denetçilerin atanmasında daha etkin olabilecekleri açıktır. Diğer taraftan ortaklar, sahipler olarak pek çok sorumluluklarını vekil olarak atadıkları yöneticilere aktarmışlardır. Ortaklar yönetim ve yönlendirme ile ilgili değıllermiş gibi görünmekle birlikte yüksek seviyede kurumsal yönetim istemelidirler. Çünkü iyi bir yönetim, yöneticilerin idare kalitesinin önemli bir göstergesidir.¹⁵⁸

Kurumsal yatırımcıların sahip oldukları büyük oy gücünün, kurumsal yönetim standartlarının belirlenmesinde sahip olduğu büyük öneme dikkat çekilmiş ve kurumsal yatırımcıların;

-Şirket yönetimi ile şirket stratejileri, performans, kurul üyelikleri ve yönetim kalitesi konusunda görüş alışverişinde bulunmaları,

-Geçerli bir neden olmadıkça oylarını mevcut yönetim lehine kullanmaları ya da oy haklarını olumlu bir şekilde kullanmaları,

-Yönetim kurulunun bileşiminin belirlenmesinde güç dengesini gözeterek, deneyimli bağımsız üyelerin belirlenmesi konusunda olumlu katkılarda bulunmaları,

-Ayrıca kurumsal yatırımcıların oylarını olumlu bir şekilde kullanmalarının kurumsal yönetim açısından da önemli olması yanında yatırımlarının getirisini de etkileyeceğı,

¹⁵⁷ The Financial Aspects of Corporate Governance, s.37,38

¹⁵⁸ The Financial Aspects of Corporate Governance, s.48

hususları dile getirilmiştir.¹⁵⁹

2.3.3.2.Greenbury Komitesi Raporu

“Yöneticilere Yapılan Ödemeler Çalışma Grubu” (The Study Group on Directors’ Remuneration) adıyla Ocak 1995 tarihinde Richard Greenbury başkanlığında toplanan Komite, İngiltere’deki şirket yöneticilerine ödenen maaş ve sağlanan diğer menfaatler konusunda düzenlemeler yapmak üzere kurulmuştur. Komite’nin yaptığı çalışmalar, 17 Temmuz 1995 tarihinde yayımlanan “Directors’ Remuneration” başlığını taşıyan bir rapor halinde sunulmuştur.

Komite, üst düzey yöneticilere yapılan ödemelerin gün geçtikçe arttığına, bu artışın işletmelerin dağıtılabılır karının azalmasına, işçi çıkarılmasına veya üretilen mal ve hizmetlerin fiyatlarının önemli ölçüde artmasına neden olabilecek boyutlara ulaştığı üzerinde durarak, toplumun ve hissedarların haklarının da gözetilmesine yönelik öneriler ortaya koymuştur. Komite, şirket performansı ile yöneticilere yapılan ödemeler arasındaki ilişkinin de gözden uzak tutulmamasını, yapılacak ödemelerin başarılı yöneticileri şirkete çekecek düzeyde yüksek olması, ancak hak ettiğinden daha fazla olmaması gerektiğini belirtmiştir. Komite’nin temsil sorunu içerisinde önemli bir yere sahip olan yöneticilere yapılan ödemeler konusunda karşılaşılan sorunları Rapor’da ortaya koyduğu ve yöneticilerin taban maaş seviyesinin belirlenmesinde;

-benzer özelliklerdeki şirketlerin yöneticilerine ödedikleri maaşların,

-yöneticinin yetenek, deneyim, çaba ve sadakatini gösteren bireysel performansının,

-şirket içi ilişkilerin,

-risk, iş güvencesi ve kişiye has diğer özel durumların,

göz önünde bulundurulması önerilmiştir.¹⁶⁰

¹⁵⁹ The Financial Aspects of Corporate Governance, s.51

- Yöneticilere yapılan ödemeler ve sağlanan diğer menfaatler ise;
- Yöneticilerin yeteneğini ve katkısını da göz önünde bulunduran bir maaş,
 - Şirketin ilgili dönem sonundaki performansı ile orantılı yıllık prim,
 - Hisse opsiyonları,
 - Diğer uzun dönemli güdüleyici araçlar,
 - Tazminat hakları,
 - Sağlanan diğer menfaatler

olarak sayılmış, her biri için açıklamalar ve düzenlemeler yer almıştır.

Rapor'da çıkar çatışmalarının önlenmesi amacıyla yönetim kurullarının kendileri ve ortakları adına karar verebilecek şekilde bağımsız yöneticilerden oluşan maaş komiteleri oluşturması önerilmektedir. Maaş komitelerince, her üst yönetici için şirket politikaları çerçevesinde emeklilik hakları ve tazminatları da içeren yönetici maaşları ve spesifik maaş paketleri belirlenmelidir. Komite başkanı, komite kararlarını direkt olarak ortaklarla paylaşmalıdır. Şirket ile (hissedarlık dışında) finansal ilişki içinde olmayan ve "çapraz üyelik" yoluyla hissedarları zarara uğratabilecek hileli anlaşmalar içine girmeyecek ayrıca şirketin günlük işleyişinde rolü olmayan kişilerin, komitede görev alması sağlanmalıdır. Komitede yer alan üyelerin listesi hissedarlara yıllık rapor eşliğinde verilmelidir. Komite başkanı yıllık genel kurul toplantılarına katılarak hissedarların yöneticilerin maaşları hakkındaki sorularını yanıtlamalıdır.¹⁶¹

Ayrıca; maaş komitesi üyelerinin sözleşme dönemi olarak iki yıl veya daha fazlasının kabul edilebileceği öngörülmesi olup yıllık raporun;

-Yönetim kurulu adına hazırlanan raporun yıllık rapor ile birlikte ortakların dikkatine sunulması gerektiği,

¹⁶⁰ Directors' Remuneration. [www.ecgi.org/codes/code_\(04.04.2008\)](http://www.ecgi.org/codes/code_(04.04.2008)) s.38

¹⁶¹ Directors' Remuneration, s.14

-Raporun üst yönetim maaşları ile ilgili şirket politikalarını ortaya koyması,
-Raporun üst düzey yöneticilerle ilgili detaylı açıklamaları (taban maaş, sağlanan faydalar, yıllık primler, hisse opsiyonları vb) içermesi, gerektiği üzerinde durulmuştur.¹⁶²

“Hizmet Sözleşmesi ve Tazminatlar” adını taşıyan ve yöneticilerin işlerini kaybetmeleri durumunda kendilerine ödenecek tazminat ile ilgili düzenlemelerin de yer aldığı bölümde; tazminatların kamuoyunun dikkatini çeken bir konu olduğu, bazı durumlarda başarısızlığından dolayı görevden alınan yöneticilere ödenen tazminatların “başarısızlığın ödüllendirilmesi” anlamına gelebildiği ifade edilmektedir. Görevine sözleşme süresinden önce son verilen yöneticiye uğradığı zararın bedeli olarak kalan görev süresi boyunca alacağı maaşın tazminat olarak ödenmesi gerekmektedir. Hem çok büyük miktarlara ulaşabilecek tazminat ödemelerinin önüne geçilebilmesi, hem de sözleşme koşullarının esnekliğini arttırmak için yöneticilerle yapılan hizmet sözleşmesinin birer yıllık dönemler için yapılması, bazı koşullarda iki yıllık sözleşmeler yapılabileceği, ancak iki yıldan daha uzun süreli sözleşme yapılmaması üzerinde durulmuştur. Raporunda, yöneticilere yapılacak ödemeleri belirlemekle görevli maaş komitesinin, sözleşme süresi dolmadan görevine son verilen yöneticileri belirli aralıklarla izleme ve yeni bir iş buldukları takdirde ödenen tazminatın kesilmesini sağlama görevlerinin olduğu da belirtilmektedir. Ayrıca, maaş komiteleri performansın yetersiz olduğu durumlarda tazminat ödemelerine karşı işletmeyi güçlü kılacak düzenlemeler de yapmalıdır.¹⁶³

2.3.3.3.Hampel Raporu

İngiltere’de Kasım 1995’te Kurumsal Yönetim Komitesi oluşturulmuştur. Komite, Cadbury ve Greenbury Komitelerinin hazırladığı Raporların bulgularını ve sonuçlarını çalışmalarına temel olarak almış, uygulamada karşılaşılan sorunları da göz

¹⁶² Directors’ Remuneration, s.16

¹⁶³ Directors’ Remuneration, s.47,48

önünde bulundurarak güncellemiştir. Bu Komite tarafından hazırlanan ve Hampel Raporu olarak da bilinen Rapor, Ocak 1998’de “Committee on Corporate Governance - Final Report” adıyla yayımlanmıştır. Hampel Raporu güncel gelişmelerle ortaya çıkan yeni gereksinimleri de dikkate alması yanında her iki Rapor’la mutabık kalınan hususları da belirtmek suretiyle kurumsal yönetim alanında bir kısım ilkelerin net bir şekilde ortaya konulmasını sağlamıştır.

Rapor’un “Kurumsal Yönetim” adını taşıyan ilk bölümünde kurumsal yönetimin hem işletmenin başarısı hem de hesap verebilirlik açısından önemi belirtilerek iyi yönetimin yolsuzluk ve sahtecilik gibi olayları önleme açısından önemli katkılar sağlayacağı ve şirket yapıları ve yönetim uygulamalarının ülkeden ülkeye farklılıklar gösterdiği, bunda da yerel ekonomik ve sosyal çevrenin etkili olduğu üzerinde durulmuştur.¹⁶⁴

Raporda hissedarların,

-Kendi hesabına yatırım yapan bireysel yatırımcılardan en büyük tutarlı fonları yöneten kurumsal yatırımcılara kadar tüm yatırımcıların rekabetçi bir ortamda faaliyet gösterdikleri,

-Uygun görmeleri durumunda hisse senedi almak ve satmak hakkına sahip oldukları ve bu haklarından feragat edemeyecekleri,

-Şirketin stratejilerini, performansını ve yönetim uygulamalarını izlemeleri ve bir bütünlük içerisinde yönetim kurulunun hesap verebilirliğinin sürekliliğini sağlamaları gerektiği,

-Hissedarların ve yöneticilerin farklı görev ve yetkilere sahip oldukları, birbirlerinin yerine ikame edilemeyecekleri,

ifade edilmektedir.¹⁶⁵

¹⁶⁴ Committee on Corporate Governance-Final Report. Gee Publishing Ltd. Ocak 1998, s.7

¹⁶⁵ Committee on Corporate Governance-Final Report, s.13

Rapor'un "Kurumsal Yönetim İlkeleri" adını taşıyan ikinci bölümünde; Cadbury ve Greenbury Raporları'ndaki detaylı düzenlemeler ile Rapor'daki kurumsal yönetim ilkeleri arasındaki farklılıkların ortaya konulduğu ifade edilmiş, rehber ile ilgili olarak nasıl uyum sağlanacağı yerine ilkelerin pratikte nasıl uygulanacağını sorulması gerektiği, yönetim ile ilgili olarak yer alan düzenlemelerde ise;

-Her şirketin etkili bir yönetim kurulu tarafından yönetilmesi ve denetlenmesi,

-Yönetim kurulu başkanı ile şirket tepe yöneticisinin (CEO) her şirkette bulunması gereken iki önemli görev olduğu ve bu iki görevin mümkün olduğunca aynı kişide birleşmemesi, aksi durumda açıklama yapılması,

-Bireysel yatırımcıların ve azınlık hisse sahiplerinin haklarının korunması açısından icracı ve icracı olmayan yönetim kurulu üyeleri arasında denge kurulması,

-Yönetim kuruluna, görevleri sırasında gerekli bilgilerin zamanında ve eksiksiz olarak sağlanması,

-Yönetim kuruluna yeni üye seçimi ile ilgili süreçlerin şeffaf ve belirlenmiş kuralları olması,

-Yönetim kurulu üyelerinin belirli bir süre için seçilmesi ve bu süre sonunda göreve devam etmek isteyen üyelerin yeniden seçilme taleplerini iletmeleri,

gibi hususlar üzerinde durulmuştur.¹⁶⁶ Bu düzenlemeler, Cadbury Raporu'nda yer alan düzenlemeler ile büyük ölçüde örtüşmektedir.

Yöneticilere yapılacak ödemelerle ilgili düzenlemelere göre,

-Yöneticilere yapılacak ödemelerin, yöneticiler için cazip bir düzeyde olmasının yanısıra, yöneticilerin başarılarını da dikkate alması,

-Üst düzey yöneticilere yapılacak ödemelerle ilgili şeffaf ve resmi bir şirket politikasının geliştirilmesi,

-Yıllık faaliyet raporlarında, ödemeler konusunda belirlenen politikaların ve her bir yöneticiye yapılan ödemelere ilişkin detayların yer alması,

¹⁶⁶ Committee on Corporate Governance-Final Report, s.16-17

gerekmektedir. Bu düzenlemeler, Greenbury Raporu ile uyumlu olmakla birlikte, ayrıntılara fazla yer vermeyen, çerçeve düzenleme niteliği taşımaktadır. Cadbury ve Greenbury Raporları'nda maaş komiteleri kurulması ve üyelerinin özellikleri gibi detaylı düzenlemelere yer verilirken, Hampel Raporu'nda maaş komitesinin, ödemelerle ilgili nihai sorumluluğu taşıyan yönetim kuruluna karşı sorumlu olduğu ve bağımsız yönetim kurulu üyeleri de dahil olmak üzere hiç bir yönetim kurulu üyesinin kendi maaşı ile ilgili görüşmelere katılmayacağı üzerinde durulmuştur.¹⁶⁷

Hissedarlar ile ilgili bölümde; emeklilik fonları, sigorta şirketleri ve profesyonel fon yöneticileri dahil olmak üzere kurumsal yatırımcıların oylarını gerekli değerlendirmeleri yaparak dikkatli bir şekilde kullanma sorumlulukları olduğu ve şirketler ile kurumsal yatırımcıların karşılıklı anlayış çerçevesinde diyalog kurmaya hazır olmaları gerektiği belirtilmiştir.

Denetime ilişkin düzenlemelerin yer aldığı bölümde;

-Yönetim kurulunun hissedarların yatırımları ve işletmenin aktiflerini kontrol amaçlı olarak dahili kontrol sistemleri kurmaları ve dahili kontrolün sadece finansal kontrol anlamına gelmediği, operasyonel ve uygunluk denetimi ile risk yönetimini de kapsadığı,

-Cadbury Raporu'nda da yer alan bir tavsiye niteliğindeki işletmelerde bağımsız yönetim kurulu üyelerinden oluşan ve yönetim kuruluna karşı sorumlu olan bir denetim komitesinin oluşturulması,

-Denetimin bağımsızlığı ve tarafsızlığının sağlanması için şirket denetçileri ile şeffaf ve resmi ilişkiler kurulması,

-Dış denetçilerin raporlarını bağımsız biçimde hissedarlara raporlamaları, öngörülmüştür.¹⁶⁸

¹⁶⁷ Committee on Corporate Governance-Final Report, s.19

¹⁶⁸ Committee on Corporate Governance-Final Report, s.22

Hampel Raporu yönetim kurulu ve işleyişi ile ilgili düzenlemelere geniş bir yer ayırmıştır. Bu düzenlemelerde Cadbury Raporu'nda yer alan ilkeler esas alınmış ve atıflarda bulunulmuştur.

Yönetim kurulu üyelerinin görev ve sorumluluklarına ilişkin düzenlemelerin giriş kısmında, şirkete bağlılık, şirket çıkarlarının gözetilmesi ve gerekli özenin gösterilmesi temel görevler olarak sıralanmış ve bunların genel kanuni düzenlemelerden kaynaklandığı belirtilerek tüm yönetim kurulu üyeleri için geçerli olduğu ifade edilmiştir. Bağımsız yönetim kurulu üyelerinin, icra yetkisine sahip üyelere göre şirketin işleyişine ilişkin bilgilerinin az olduğu, aynı sorumlulukları taşıyan bağımsız ve icra yetkisine sahip üyeler arasındaki bilgi asimetrisinin giderilmesi açısından şirket yönetiminin bağımsız üyelerin görevlerini layıkıyla yerine getirebilmeleri için gereksinim duyacağı bilgileri sağlamakla yükümlü olduğu, ayrıca yönetim kurulu üyelerine, şirketin faaliyetleri ile ilgili ve görevlerinin gerektirdiği diğer konularda eğitim olanağı sağlanması gerektiği belirtilmiştir. Hampel Raporu'nda, Cadbury Raporu paralelinde geniş görüş açılarından, deneyimlerinden ve uzmanlıklarından yararlanan bağımsız yönetim kurulu üyelerinin önemi vurgulanmış, yönetim kurulu üyelerinin çoğunluğunun bağımsız üyelerden oluşması gerektiği belirtilmiştir.¹⁶⁹

Yönetim kurulu başkanının, yönetim kurulunun çalışmasından ve yönetim kurulunun aldığı politikaların, stratejilerin ve kararların yürütülmesinden sorumlu olduğu, ancak yönetim kurulu başkanlığı ile şirket tepe yöneticiliğinin (CEO) aynı kişide birleşmemesi konusunda Cadbury Raporu'nda öne sürülen gerekçelerin aynen benimsendiği ifade edilmiştir. Sınırlı sayıdaki şirkette anılan görevlerin aynı kişide birleşmesinin sözkonusu olduğu gerçeği karşısında büyük şirketlerde bahse konu görevlerin iki tam zamanlı görev olabileceği hususuna açıklık getirilmiştir.

¹⁶⁹ Committee on Corporate Governance-Final Report, s.23, s.25

Yönetim kurulu üyelerinin atanması, Cadbury Raporu'nda belirtilen ilkelerle uyumlu olarak tanımlanmış ve şeffaf bir süreç olması gerektiği, yönetim kuruluna seçilecek adayların belirlenmesi için bir aday belirleme komitesi kurulması, büyük hissedarların bu komiteye aday adayı önerebilmesi, süreleri dolan yönetim kurulu üyelerinin yeniden yönetim kuruluna seçilebilmek için kendilerini aday gösterme hakkına sahip oldukları ifade edilmiştir. Yönetim kurulu üyelerinin yeniden seçilebilme olanağı olmak üzere en fazla 3 yıl için seçilmeleri ve yeni önerilecek adayların 70 yaşından gün almamış olmaları, 70 yaşından büyük olan mevcut yönetim kurulu üyelerinin görev sürelerinin tekrar seçilebilmeleri mümkün olacak şekilde bir yıl ile sınırlandırılması istenmiştir. Belirli bir süre hizmet etmek üzere atanan yönetim kurulu üyesinin sağlık, ailevi nedenler gibi bireysel gerekçelerle görevinden ayrılmak istemesi durumunda bunun doğal karşılanması gerektiği ancak bir istifanın nedeninin politika anlaşmazlıkları veya kişisel çatışmalar olması durumunda hissedarların bu durumu bilme haklarının olduğu üzerinde durulmuştur.¹⁷⁰

2.3.4.Fransa'da Kurumsal Yönetim Düzenlemeleri

Fransa'da kurumsal yönetime ilişkin yapılan çalışmalara; 1. Vienot Raporu (1995), 2. Vienot Raporu (1999) ve 2002'de özel sektördeki önemli işletmelerin oluşturduğu AFEP-AGREF (Association Of French Private Sector Companies And Association Of Major French Corporations) tarafından yapılan çalışmalar örnek verilebilir. Çalışmada yönetim tarafından yapılan faaliyetlerin denetlenmesi ve bu süreçte komitenin görevleri, muhasebe politikaları ve uygulamaları, finansal bilgi ve iletişimin kalitesi, iç ve dış kontrollerin etkinliği, işletme ve hissedarlar arasındaki ilişkiler, banka, finansal analiz ve derecelendirme kuruluşları gibi diğer kuruluşlarla ilişkiler üzerinde durularak kurumsal yönetim uygulamalarının geliştirilmesi hususu ele alınmıştır. Buna göre kurumsal yönetim uygulaması için yönetim kurulunun rolü ve faaliyetleri, yönetim kurulunun yapısı, kurulun değişimi, denetim komitesinin oluşumu

¹⁷⁰ Committee on Corporate Governance-Final Report, s.29-31

ve yapısı, üyelerin eğitimi, çalışma şekli, denetçilerle ilişkiler ve komitenin rolüne ilişkin düzenlemeler yapılmıştır.¹⁷¹

2.3.5. Avustralya'da Kurumsal Yönetim Düzenlemeleri

Avustralya'da kurumsal yönetim ilkelerini belirlemek üzere Kurumsal Yönetim Konseyi (Corporate Governance Council) oluşturulmuştur. Konsey, 2003 yılında "Principles of Good Corporate Governance and Best Practice Recommendations" adlı çalışmayı yayınlamıştır. Bundan başka 2002 yılında yapılan "Corporate Governance: A Guide for Fund Managers and Corporations" ve 1997 yılında yapılan "Corporate Governance - Volume One: In Principle" ile "Corporate Governance - Volume Two: In Practice" ve "Horwath 2002 Corporate Governance Report" Avustralya'da kurumsal yönetime ilişkin yapılan çalışmalardandır. Kurumsal Yönetim Konseyi, işletmelerin kurumsal yönetim anlayışına ilişkin yapması gereken on adet öneride bulunmuş ve bunları temel kurumsal yönetim ilkeleri olarak kabul etmiştir. Bu ilkeler kısaca şu şekilde özetlenebilir.¹⁷²

-Yönetim kurulu ve yönetim kendi görev ve sorumluluklarının farkında olmalı ve bu görev ile sorumluluklar net bir şekilde tanımlanmalıdır.

-Kurulların yapısı, işletmeye katma değer katacak ve görev ile sorumluluklarını etkin şekilde yapabilmeye imkan sağlayabilecek şekilde oluşturulmalıdır.

-Karar verme sürecinde etik değerler ön planda olmalıdır.

-İşletmenin finansal raporlama sürecinin doğruluğunu ve güvenilirliğini sağlayacak bir yapı bağımsızlık temelinde oluşturulmalıdır.

-İşletme ile ilgili tüm olaylar zamanında kamuya açıklanmalıdır.

-Hissedarların haklarına riayet edilmelidir.

-Yönetim, iç kontrol ve risk gözetim süreçlerinde sağlam ve güvenilir bir sistem kurulmalıdır.

¹⁷¹ Demirbaş ve Uyar, s.47

¹⁷² Demirbaş ve Uyar, s.48

-Yönetim kurulu ve yönetimin etkinliğini arttırmak için çalışmalar dürüstçe izlenmeli ve aktif olarak desteklenmelidir,

-Ödüllendirme sistemi ve yapısının yeterli olduğundan ve tanımlanan kurumsal ve kişisel performansı arttıracığından emin olunmalıdır.

-Hissedarları ilgilendiren tüm yasal ve diğer düzenlemeler göz önünde bulundurulmalıdır.

2.3.6.Kurumsal Yönetim Ülke Uygulamalarının Değerlendirilmesi

Kurumsal yönetim 1990'lı yılların başından itibaren başta İngiltere olmak üzere tüm dünyada yoğun bir şekilde gündeme gelmiştir. Bu gelişme ile birlikte başlayan tartışmalar sonucunda kurumsal yönetim konusunda uluslararası alanda kod (code), kodex (codex), rehber (guidelines) gibi çeşitli adlar altında ilkeler ve prensipler oluşturulmuştur. Ükelere özgü koşullar ve sosyo-ekonomik gelişmeler ile kanuni düzenlemeler ışığında oluşturulan ilke ve prensipler birçok ülkede zaman içinde farklı kod ve rehberlerle güncellenerek tekrar yürürlüğe koyulmuştur.

Kurumsal yönetim yaklaşımı ülkenin içinde bulunduğu genel şartlar, farklı kültür ve değerler, sermaye piyasasının gelişmişlik düzeyi ve işletme uygulamalarına göre şekillenmektedir. Bu alanda yapılan çalışmalar geçerli tek bir kurumsal yönetim modelinin olmadığını ortaya koymaktadır. Bununla birlikte; doğruluk, şeffaflık, hesap verebilirlik, dış sorumluluk kavramları kurumsal yönetim düzenlemelerinde olmazsa olmaz kavramlar olarak kabul edilmektedir.

Kurumsal yönetim, yönetim sistemine katılan gruplar arasındaki ilişkilerden etkilenir. Hissedarların kontrol etmesi, işletme davranışını belirgin bir biçimde etkiler. Bazı piyasalarda kurumsal yatırımcılar pay sahibi olarak işletme yönetiminde daha fazla söz sahibi olmayı talep etmektedir. Bireysel hissedarlar genellikle yönetim haklarını kullanmaya istekli gözükmemekle birlikte, hissedarların ve yönetimin denetimi konusunda adil muamele görmek istemektedirler. Bazı yönetim sistemlerinde alacaklılar önemli bir role sahip olup, işletme performansı üzerinde dışarıdan gözetimci

gibi hareket etme potansiyelindedirler. Hükümetler kurumsal yönetim ile ilgili genel kurumsal ve yasal çerçeveyi kurarken çalışanlar ve doğrudan çıkar sahibi diğer kesimler işletmenin uzun vadeli başarısı ve performansında önemli bir rol oynamaktadırlar. Bu katılımcılardan her birinin rolleri ve karşılıklı etkileşimleri ülkeler arasında büyük bir çeşitlilik göstermektedir. Bu ilişkiler bir taraftan yasa ve düzenlemelere tabi iken, diğer taraftan gönüllü uyarlamalara ve piyasa güçlerine tabi olmaktadır. Bunun için kurumsal yönetimin tek bir modeli yoktur.¹⁷³

Değişmekte olan dünyada rekabet gücünü koruyabilmek için, işletmeler kendi kurumsal yönetim uygulamalarını yenilemek ve değişen koşullara uyarlamak zorundadır. İşletmeler ancak bu şekilde yeni talepleri karşılayabilir ve yeni fırsatları yakalayabilirler. Aynı şekilde piyasaların etkin bir biçimde çalışmasına izin verecek şekilde yeterli esnekliği sağlamak için verimli bir düzenleyici çerçeve oluşturmak, gerek hissedarların gerekse diğer doğrudan çıkar sahiplerinin beklentilerine cevap vermek hükümetlerin sorumluluğundadır. Kurumsal yönetimde kendilerine özgü çerçeveyi oluşturmak için düzenlemenin maliyet ve faydalarını hesaba katarak bu ilkeleri nasıl uygulayacaklarına karar vermek hükümetlerin ve piyasa katılımcılarının işidir.¹⁷⁴

Kurumsal yönetimin gelişimine ilişkin dinamiklerin belirtilmesinden sonra değişik ülkelerde uygulanan kurumsal yönetim ilkelerinin genel olarak karşılaştırması daha iyi yapılabilecektir. Bahse konu karşılaştırma, ülkelerin uygulamalarının bire bir karşılaştırması şeklinde değil, genel eğilimlerin belirlenmesi şeklinde yapılacaktır. Bu çerçevede, değişik ülkelerde uygulanan kurumsal yönetim ilkelerinin beş başlık altında toplandığı görülmektedir. Buna göre ülkelerdeki uygulamalar; şirketin amacı, yönetim kurulunun sorumlulukları, yönetim kurulunun kompozisyonu, yönetim kurulu komiteleri ve kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ilkeleri başlıkları altında incelenebilmektedir.¹⁷⁵

¹⁷³ OECD, **Principles of Corporate Governance**, Paris, 1999, s.12

¹⁷⁴ OECD, **Principles of Corporate Governance**, s.13

¹⁷⁵ Önder, Kurumsal Şirket Yönetimi Konusunda OECD İlkeleri, Diğer İlkeler ve Türkiye, s.142

Kurumsal yönetimin sistemlere göre ortaya konulması sonucunda ortaya çıkan Anglo Sakson Sisteminde, şirket hissedarlarının yatırımlarının değerinin yükseltilmesi ana amacı çerçevesinde Kanada, ABD ve İngiltere’de şirket amacı olarak bireysel yatırımcı ve onun korunmasına yönelik düşüncenin ön plana alındığı, Kıta Avrupası Sistemini benimseyen ülkelerde ise şirketin amaçları belirlenirken hissedarlardan daha geniş bir grubun bir başka deyişle şirketten çıkar sağlayan tüm kesimleri içine alacak amaçların belirlendiği görülmektedir.

Yönetim kurulunun sorumlulukları konusunda ise pek çok ülkede stratejik planlama, risk yönetimi, üst düzey yöneticilerin seçimi, ücret sistemlerinin belirlenmesi, şirketin sürekliliği için planların yapılması, finansal kontrol, yasalara uyumun sağlanması gibi konular benzer başlıklarla yer almaktadır. Yönetim kurulunun kompozisyonunda ise yönetim kurulu üyelerinin özellikleri, üye olma koşulları, atama süreci ve kurulun bağımsızlığı konuları üzerinde durulmaktadır. Yönetim kurulu üyelerinin özellikleri kapsamında ülke uygulamalarında üyenin deneyimi, bağımsızlığı, çalışmalara yeterli zamanı ayırabilmesi, bilgi düzeyi, özgüveni gibi hususların ilkelerle belirlendiği, yönetim kurulu üyeliğine adaylık konusunda ise şeffaf ve resmi bir sürecin izlenmesinin önerildiği görülmektedir. Örneğin ABD ve İngiltere’de yönetim kurulu aday gösterme komiteleri faaliyettedir. Bir çok ülkedeki yönetim kurulu üyelerinin bağımsızlığına ilişkin ilkelerin benzerliği ise dikkat çekicidir. Yönetim kurulu bağımsızlığı ile ilgili genel eğilim; halka açık şirketlerin yönetim kurullarında yönetici olmayan, yöneticilerle iş ilişkisi olmayan en azından birkaç bağımsız üyenin bulunması şeklindedir. Cadbury Raporu’nda ücret almak ve hissedarlık dışında, şirketle başka iş ilişkisi olmayan, yönetimden bağımsız ve bağımsız olarak karar vermesine engel olacak iş veya diğer iş ilişkisi olmayan üyeler bağımsız üye olarak tanımlanmıştır. Yönetim kurulu fonksiyonlarının bir çoğunun komiteler tarafından yapılabilmesi; Avustralya, Belçika, Fransa, Japonya, Hollanda, İsveç, İngiltere ve ABD gibi ülkelerde denetim komitesi, yönetici bulma komitesi, ücret belirleme komitesi gibi komitelerin kurulmasını teşvik etmeyi beraberinde getirmiştir.¹⁷⁶

¹⁷⁶ Önder, Kurumsal Şirket Yönetimi Konusunda OECD İlkeleri, Diğer İlkeler ve Türkiye, s.144

Kamuyu aydınlatma, anonim ortaklıkların yönetimi tarafından işletmenin durumu ve ekonomik faaliyetleri konusunda verilen bilgilerin ve yapılan açıklamaların tümü olarak tanımlanmakta olup¹⁷⁷ bir çok ülkede kamuoyunu aydınlatma çeşitli kanunlarla zorunlu kılınmıştır. Genel olarak, yöneticilerin kişisel menfaatlerinin ve şirketin finansal durumunun yıllık raporlarda açıklanması hemen hemen bütün ülkelerde aynıdır.

Özet olarak, değişik ülkelerdeki kurumsal yönetim kuralları incelendiğinde, uygulamaların ülkelerin özelliklerine göre değişiklik göstermesine rağmen, oluşturulan ilkeler ortak konular üzerinedir. Ülkelerin kültür farklılıklarına karşılık globalleşme ve uluslar arası finans piyasalarının gelişmesi ile kurumsal yönetim ilkelerinde yakınlaşma olduğu görülmektedir.

Genel bir değerlendirme yapıldığında, ülkelerde geçerli olan sermaye piyasası düzenlemeleri, şirketler hukuku, muhasebe ve denetim standartları, iflas hukuku, yasal yaptırımlar ve işletme kontrol piyasalarının varlığının kurumsal yönetim uygulamalarını belirlediği görülmektedir. Ancak bu olgu, kurumsal yönetim düzenlemelerinin birbirinden tamamen farklı öneriler veya ilkeler içerdiği anlamına da gelmemelidir. Birbirinden çok farklı hukuksal sistemlerden gelmiş olsalar bile düzenlemelerinin çoğu birbirine oldukça benzer öneriler içermektedir. Asıl olan düzenlemelerin oluşturulmasında kabul edilen yaklaşım ve temel ilkeleridir. Avrupa Birliği'nde yapılan bir araştırma kurumsal yönetim düzenlemelerinde yer alan ilke ve önerilerin genel olarak birbirine yakınlaşma eğiliminde olduğunu göstermektedir.¹⁷⁸ Nitekim, 1990'lı yılların sonlarına doğru OECD İlkelerini izleyen Almanya, Kore, Fransa, Rusya ve diğer bazı ülkelerin ulusal düzenlemelerinin kökeni de, OECD kurumsal yönetim ilkelerine dayanmakta ya da büyük ölçüde benzerlikler içermektedir.¹⁷⁹

¹⁷⁷ Ünal Tekinalp, **Anonim Ortaklığın Bilançosu ve Yedek Akçeleri**, İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Yayınları, No:589, İstanbul, 1979, s.13

¹⁷⁸ Mahmut Demirbaş ve Süleyman Uyar, **Kurumsal Yönetim İlkeleri ve Denetim Komitesi**, İstanbul, 2006, s.38

¹⁷⁹ Gürbüz ve Ergincan, s.18

2.4.TÜRKİYE'DE YATIRIMCININ KORUNMASI ve KURUMSAL YÖNETİME İLİŞKİN DÜZENLEMELER

2.4.1.Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması

Sermaye Piyasası Kanunu'nda 1992 yılında yapılan değişiklikle sermaye piyasası araçlarının halka arzında Sermaye Piyasası Kurulu'ndan izin alınmasını öngören "Liyakat Sistemi" bırakılarak "Kayda Alma" diğer bir ifade ile tam anlamıyla "Kamuyu Aydınlatma Sistemi"ne geçilmiştir. İzin Sistemi'nde Kurul, sermaye piyasası araçlarının halka arzında sunulan bilgilerin yeterliliği ve doğruluğunu incelemekle yetinmemekte ayrıca kamu yararına uygunluk denetimlerini yapmaktadır. Kayda Alma Sistemi'nde ise Sermaye Piyasası Kurulu'nun görevi sadece kamunun aydınlatılmasını sağlamaktır. Yatırım yapılacak sermaye piyasası araçları ile bunları ihraç edenlerin risk ve getiri değerlendirmelerini yapma işlemi ise tamamen yatırımcılara bırakılmıştır. Yatırımcılar da, bu değerlendirmeyi kendilerine sağlanan bilgiler çerçevesinde yapacaklardır. Bu durumda kamuyu aydınlatma ilkesinin taşıdığı anlam ve önem daha belirgin hale gelmiştir.¹⁸⁰

Sermaye piyasalarına ilişkin düzenlemelerin temel amaçlarından birinin yatırımcıların korunması olması ve korumanın piyasanın olağan pozisyon riski ve fiyat düşüşleri sonucunda ortaya çıkan zararların karşılanması değil, sermaye piyasasına yatırım yapmış ve yapacak kişi ve kuruluşların alacakları yatırım kararlarını etkileyen bilgileri tam, zamanında ve doğru bir biçimde edinmelerini sağlamak ve yatırımcıların varlıklarını bu piyasada faaliyet gösteren aracılardan mali risklerine karşı korumak olması nedeniyle bir yandan kamuyu aydınlatma yaklaşımı çerçevesinde düzenlemeler yapılmış, diğer taraftan mali yapısı ciddi şekilde zayıflayan veya iflas eden aracılardan yatırımcıya zararlarını önlemeye yönelik olarak bazı mekanizmalar geliştirilmiştir. Bu çerçevede, aşağıda öncelikle kamuyu aydınlatma ilkesinin sermaye piyasası mevzuatındaki yansımaları üzerinde

¹⁸⁰ Veliye Yanlı, *Sermaye Piyasası Hukuku Çerçevesinde Halka Açık Anonim Şirketler ve Kamunun Aydınlatılması*, İstanbul, 2005, s.2

durulacak ve ikinci olarak aracı kurum ve kuruluşların yatırımcılara verebilecekleri zararları önlemeye yönelik ilgili mevzuattaki düzenlemelere yer verilecektir.

2.4.1.1.Kamuyu Aydınlatma İlkesi

2.4.1.1.1.Kurumsal yönetim ve kamuyu aydınlatma ilkesi

Kurumsal yönetimin ana temelleri; doğruluk (hakkaniyet), şeffaflık (kamuyu aydınlatma), iç sorumluluk (hesap verebilirlik) ve dış sorumluluk olarak sıralanmakta olup görüleceği üzere kamuyu aydınlatma ilkesi kurumsal yönetim modelinin temel esaslarından biridir. Bu açıdan bakıldığında kurumsal yönetim bir üst kavramı, kamuyu aydınlatma ilkesi ise bu kavram içinde yer alan ilkelere sadece bir tanesini ifade etmektedir. Ancak, kamuyu aydınlatma ilkesi kurumsal yönetim modelinde yer alan ilkelerin hayata geçirilmesi açısından belirleyici bir merkezi öneme sahiptir. Zira hakkaniyet ilkesi ile iç ve dış sorumluluk ilkelerinin uygulamaya yansıtılması için ilgililerin kamuyu aydınlatma ilkesi aracılığıyla yeterli düzeyde bilgi sahibi olmaları gerekmektedir. Farklı bir ifadeyle diğer ilkelerin pratiğe geçmesi, ancak kamuyu aydınlatma ilkesinin işlerlik kazanmasıyla mümkün olabilecektir.¹⁸¹

2.4.1.1.2.Birincil piyasada kamuyu aydınlatma

Sermaye piyasası araçlarının ilk defa halka arz edildiği piyasa olan birincil piyasada, yatırımcıya bilgi veren hukuki araçlar izahname, sirkülerler ve ilan ve reklamlar olarak belirlenebilir.

2.4.1.1.2.1.İzahname

Sermaye Piyasası Kanunu'na göre, sermaye piyasası araçlarını halka arz etmek isteyen bir şirket bunun için Kurul tarafından istenen bilgi ve belgelerle beraber kayıt için Kurul'a başvurur. Bu aşamada, sermaye piyasası araçlarının

¹⁸¹ İhtiyar, s.181

Kurul kaydına alınmasından sonra, izahname ticaret siciline tescil ve ilan edilecek ve yatırımcılar; ilgili şirket ve sermaye piyasası araçları hakkında kamuya açıklanması gereken bilgileri içeren izahname aracılığıyla bilgi edinmiş olacaklardır. Sermaye piyasası araçlarının halka arzı için yükümlü şirket tarafından Kurul'un tespit ettiği usul ve esaslara uyan formatta izahname düzenlenmesi gerekmekte olup izahnamede; ortaklık hakkında bilgiler, arttırılan sermaye payları ve halka arza ilişkin bilgiler, satış hakkında bilgiler (satış fiyatı, fiyat tespit yöntemi vb), mali durum hakkında bilgiler, mali tablolar hakkında bilgiler, mali analize ilişkin bilgiler, yönetime ilişkin bilgiler, faaliyet hakkında bilgiler (sektör, çalışma konuları, teknolojik durumu vb), şirket bir grup içinde yer alıyorsa grup bilgileri, satın alma dolayısıyla yatırımcılar açısından ortaya çıkabilecek vergilendirilmeye ilişkin bilgiler ve diğer hususlar (esas sözleşme, faaliyet raporu, denetim raporu ve mali tabloların incelemeye açık tutulduğu yerlerin belirtilmesi vb) hususları yer almalıdır.

2.4.1.1.2.2.Sirküler

Sermaye Piyasası Kanunu'na göre sirküler; ihraççı şirketin yatırımcıya yönelmiş olduğu ve sermaye piyasası aracı almaya daveti içeren bir hukuki vasıtaadır. Uygulamada Sermaye Piyasası Kurulu'nca izahnamenin özetinin yer aldığı sirküler örneği belirlenmiş olup ihraççılar bu sirküler vasıtasıyla satın alma davetlerini yatırımcılara duyurabilirler.

2.4.1.1.2.3.İlan ve reklamlar

Halka arz işleminde bulunan şirketler yazılı ve görsel reklamlar vasıtasıyla ilgililerin bilgilendirilmesini sağlayabilirler. Ancak sermaye piyasası mevzuatında ilan ve reklamlarla ilgili genel esaslar da belirlenmiş olup buna göre; ilan ve reklamlarda gerçeğe uygun olmayan bilgiler bulunmamalı, bilgiler abartılmış şekilde sunulmamalı, yanıltıcı bilgilere yer verilmemeli ve ilan ve reklamlar Kurul kaydının resmi bir teminat olarak yorumlanmasına yol açacak açık veya dolaylı

bir ifade taşıyamamalıdır. Ayrıca, Kurul yanıltıcı nitelikte gördüğü ilan ve reklamları da yasaklayabilecektir.

2.4.6.1.3.İkincil piyasada kamuyu aydınlatma

Birincil piyasada halka arz edilen sermaye piyasası araçlarının işlem gördüğü organize yapılar olan ikincil piyasalarda yatırımcının bilgilendirilmesi; dönemsel ve anında bilgilendirme, içeriden öğrenenlerin ticareti, vekaleten oy kullanma ve çağrı yolu ile vekalet toplama, çağrı yolu ile hisse senedi toplama ve bağımsız dış denetim başlıkları altında incelenmektedir.

2.4.6.1.3.1.Dönemsel (Periyodik) kamuyu aydınlatma

Sermaye Piyasası Kanunu'nda, ihraççılar ve sermaye piyasası kurumlarının konsolide olanlar dahil kamuya açıklanacak veya gerektiğinde SPK tarafından istenecek mali tablo, rapor ve bilgileri, tespit olunacak şekil ve esaslara, genel kabul görmüş muhasebe kavram, ilke ve standartlarına uymak suretiyle düzenlemekle yükümlü oldukları ifade edilmiştir.

“Sermaye Piyasası Kanunu’na Tabi Ortaklık ve Kuruluşların Mali Tablo ve Rapor Düzenleme, Kamuya Duyurma ve Bağımsız Denetleme Yükümlülüklerinin Belirlenmesine İlişkin Genel Açıklama Tebliği” ile mali tablo ile rapor düzenleme ve kamuya duyurulmaya ilişkin genel esaslar belirlenmiş olup buna göre mali tablolar; temel mali tablolar (bilanço ve gelir tablosu) ve ek mali tablolar (fon akım, nakit akım, satışların maliyeti ve kar dağıtım tablosu) olarak ve mali raporların ise; yıllık faaliyet raporları ve denetçi raporları olduğu belirtilmiş ve kamuya sunulacak yıllık ve ara mali tablo ve raporların Kurul’ca belirlenecek standart ilke ve formlara uygun olmasının zorunlu olduğu aksi halde bunların kamuya açıklanmasının yasak olduğu ile ihraççıların hangi mali tabloları ne kadar süre içinde Kurul ve Borsa’ya sunmaları gerektiği ve bunların kamuya duyurulmasının usul ve esasları ayrıntılı bir şekilde gösterilmiştir.

“Sermaye Piyasasında Mali Tablo ve Raporlara İlişkin İlke ve Kurallar Hakkında Tebliğ”de ise; mali tablo ve raporların düzenlenmesinde esas alınması gereken şekil ve esasların neler olduğu, bu kapsamda kamuyu aydınlatma kavramının temel unsurlarına yer veren mali tabloların hazırlanmasında uyulması gereken zorunlu ilkeler olarak; şirketin mali durumunun gerçeği doğru bir şekilde yansıtması, mali tabloların açık, anlaşılır ve tam olması, anlaşılabilirliği sağlayacak açıklamaların dipnot veya eklerde verilmesi, dönemsel karşılaştırma imkanlarının sağlanması hususları belirtilmiştir.

“Sermaye Piyasasında Ara Mali Tablolara İlişkin İlke ve Kurallar Hakkında Tebliğ” hükümlerine göre ise, şirketler üç aylık ara dönemler itibariyle ve bir önceki yılın aynı dönemiyle karşılaştırmalı olarak ara bilanço ve gelir tablosu düzenlemek ve bağımsız denetime tabi olunması durumunda ara dönemi izleyen altı hafta, aksi halde dört hafta içinde Kurul ve Borsa’ya göndermekle yükümlüdürler.

2.4.6.1.3.2.Anında (Derhal) kamuyu aydınlatma

Sermaye Piyasası Kanunu’nun “Kamunun aydınlatılmasında özel durumlar” adını taşıyan 16. maddesi ile, çağrı yoluyla hisse senedi veya vekalet toplanması, birleşme ve devir, sermaye artırımları ve menkul kıymetlerin değerini etkileyebilecek önemli olay ve gelişmelerde Kurul’a kamuyu aydınlatma amacıyla düzenleme yapma görevi verilmiştir. Kurul, “Özel Durumların Kamuya Açıklanmasına İlişkin Esaslar Tebliği” ile özel durumları ana başlıklar olarak; ortaklığın sermaye yapısına ve yönetimin kontrolüne ilişkin değişiklikler, maddi duran varlık alımı, satımı, kiralanması, kiraya verilmesi, aynı sermaye olarak konulması, ortaklığın faaliyetine, yatırımlarına, mali yapısına, finansal duran varlıklarına ve idari konularına ilişkin değişiklikler şeklinde saymıştır. Ayrıca Kurul Tebliğ’de sayılmayan ancak kamuyu aydınlatma açısından gerekli olan diğer hallerde de ilgililerden açıklama talep edebilecektir. Diğer taraftan, şirketler sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek nitelikteki haber ve söylentilerin doğru ve yeterli olup olmadığı konusunda da açıklama yapmak zorundadırlar.

2.4.6.1.3.3.İçeriden öğrenenlerin ticareti ve kamuyu aydınlatma

Sermaye Piyasası Kanunu'na göre içeriden öğrenenlerin ticareti; sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek, henüz kamuya açıklanmamış bilgileri, kendisine veya üçüncü kişilere menfaat sağlamak amacı ile kullanarak, sermaye piyasasında işlem yapanlar arasındaki fırsat eşitliğini bozacak şekilde mameleke yarar sağlamak veya bir zararı bertaraf etmek şeklinde tanımlanmıştır. SPKanunu'na 1992 yılında eklenen içeriden öğrenenlerin ticareti, taraflar arasındaki fırsat ve bilgi eşitliğini bozması ve bilgide avantajlı olanlar karşısında zayıf durumda olanları korumayı gerektirmesi yanında sermaye piyasasının sağlıklı bir şekilde kurulup gelişebilmesi için gerekli olan güveni sarsması nedenleriyle müeyyideye konu olmaktadır. Bu sebeple, gerek sermaye piyasasına güvenin tesisi ve devamı gerekse yatırımcının korunması açısından içeriden öğrenenlerin ticaretine karşı kamuyu aydınlatma ilkesinin etkin bir şekilde uygulanması gerekmektedir.¹⁸²

2.4.6.1.3.4.Vekaleten oy kullanma ile çağrı yoluyla vekalet ve hisse senedi toplama işlemlerinde kamuyu aydınlatma

Sermaye Piyasası Kanunu'na göre, halka açık anonim ortaklıkların sermaye ve yönetiminde kontrolü sağlamak amacıyla pay sahiplerine çağrıda bulunarak genel kurullarda oy hakkını kullanmak için vekalet istenmesinde Kurul, küçük pay sahiplerinin korunması ve kamunun aydınlatılmasını sağlamak için düzenlemeler yapmakla yükümlüdür. SPK'nın "Halka Açık Anonim Ortaklıklar Genel Kurullarında Vekaleten Oy Kullanılmasına ve Çağrı Yolu ile Vekalet veya Hisse Senedi Toplanmasına İlişkin Esaslar Tebliği"nde halka açık anonim ortaklıkların genel kurullarında temsilci aracılığıyla oy kullanılması, çağrı yoluyla vekalet toplanması, çağrı yoluyla hisse senedi toplanması ve oy sözleşmesi yapılması durumlarında uygulamanın usul ve esasları detaylı olarak gösterilmektedir. Bahse konu Tebliğ'de; kullanılacak vekaletname içeriklerinden, Kurul'a yapılacak başvurulara ve pay sahiplerine verilecek bilgi formlarına kadar oldukça ayrıntılı düzenlemelerin yapıldığı görülmektedir.

¹⁸² İhtiyar, s.203

2.4.6.1.3.5. Bağımsız dış denetim ve kamuyu aydınlatma

Sermaye Piyasası Kanunu'na göre düzenlenen mali tablolar, bağımsız denetim kuruluşlarına bilgilerin doğruluk ve gerçeği dürüst bir biçimde yansıtmaya ilkesine uygunluğu bakımından incelettirilerek rapor alınmalıdır. Sermaye Piyasasında Bağımsız Dış Denetleme Hakkında Yönetmelik'te bağımsız denetleme; ortaklıkların ve yardımcı kuruluşların hesap ve işlemlerinin bağımsız denetleme kuruluşlarınca görevlendirilen yetkili denetleme elemanları tarafından bu kuruluşlar adına, denetleme ilke, esas ve standartlarına göre incelenmesi ve bu inceleme sonuçlarına dayanılarak, düzenlenmiş mali tabloların, 2499 sayılı Kanun çerçevesinde gerçeği yansıtmadığının tesbiti ve rapora bağlanması olarak tanımlanmış ve bu denetlemenin, mevzuat ve genel kabul görmüş muhasebe esas ve ilkelerine uygunluk yönünden defter, kayıt ve belgeler üzerinde yapılacağı, bağımsız denetleme sonucunda, yetkili denetleme kuruluşları tarafından mali tablo ve raporlara ilişkin olarak olumlu, olumsuz veya şartlı denetleme raporları düzenlenebileceği gibi detaylı açıklamalara yer vermiştir. Güvenilir bir muhasebe sistemi ve iç denetimle birlikte gerçekten bağımsız bir dış denetim, bir şirketin kamuya açıkladığı bilgilere dolayısıyla şirket ve son olarak piyasaya karşı güven oluşturacak olması nedeniyle önemlidir.¹⁸³

2.4.6.2. Yatırımcıları Aracıların Risklerine Karşı Koruma

Sermaye Piyasası Kanunu'na göre sermaye piyasası faaliyetlerinde bulunan bankalar ve aracı kurumları ifade eden aracı kuruluşların, ödeme güçlüğüne düşmeleri veya iflas etmelerini önleyici tedbirler almanın yatırımcıların aracılarından kaynaklanan zararlarını önlemek açısından önemi açıktır. Esas olarak iç kontrol ve düzenleyici otoritelerin gözetimi başlıkları altında incelenebilecek olan önleyici tedbirler yanında yatırımcıların varlıklarını koruyucu tedbirler olarak iflas halinde müşterilere olan yükümlülüklerin diğer yükümlülüklerden farklı işleme tabi tutulması sayılabilir ve bu kapsamda öncelikli alacaklı statüsü verilmesi, müşteri

¹⁸³ Karşlı, s.628

varlıklarının müşteri mülkiyetinde olmaya devam etmesi, güvence fonu, sigorta sistemi gibi koruyucu yöntemler de uygulamaya konulabilecektir. Konuya ilişkin sermaye piyasası mevzuatı kapsamındaki tedbirler aşağıda belirtilmektedir.

2.4.6.2.1. Aracı kurumların gözetimi, belge ve kayıt düzeni,

Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri: V, No: 6 sayılı "Aracılık Faaliyetinde Belge ve Kayıt Düzeni Hakkında Tebliğ"inde, aracı kuruluşların aracılık faaliyetlerine ilişkin muhasebe kayıt ve işlemlerine dayanak teşkil etmek üzere, Tebliğ'de açıklanan form ve belgeleri eksiksiz olarak düzenlemek, saklamak ve menkul kıymet işlemleri ile ilgili muhasebe kayıtlarını bir gün içinde yasal defterlerine işlemek zorunda oldukları hususları belirtilmiştir.

Seri: V, No : 77 sayılı "Aracı Kuruluşların Kamuyu Aydınlatma Esaslarına İlişkin Tebliğ" çerçevesinde ise aracı kuruluşlar tarafından düzenlenecek Kamuyu Aydınlatma Formu ile yatırımcıların, faaliyetlerini sürdüren aracı kuruluşların hukuki ve mali durumları hakkında bilgilendirilmesi amaçlanmıştır.

Seri: V, No: 34 sayılı "Aracı Kurumların Sermayelerine ve Sermaye Yeterliliğine İlişkin Esaslar Tebliği"nde aracı kurumların özsermayesinin değerlendirme hükümleri çerçevesinde, değerlendirme günü itibarıyla hazırlanmış bilançolarında yer alan ve aracı kurumun net aktif toplamının ortaklık tarafından karşılanan kısmını ifade eden tutarların yer aldığı grubu oluşturacağı, bu şekilde bulunacak sermaye yeterliliği tabanından, duran varlıklar, maddi duran varlıklar (net), maddi olmayan duran varlıklar (net), borsalarda ve teşkilatlanmış diğer piyasalarda işlem görenler hariç olmak üzere, değer düşüklüğü karşılığı ve sermaye taahhütleri düşüldükten sonra kalan finansal duran varlıklar, diğer duran varlıklar ile, müşteri sıfatı ile olsa dahi personelden, ortaklardan, iştiraklerden, bağlı ortaklıklardan ve sermaye, yönetim ve denetim açısından doğrudan veya dolaylı olarak ilişkili bulunan kişi ve kurumlardan olan teminatsız alacaklar ile bu kişi ve kurumlar tarafından ihraç edilmiş ve borsalarda ve teşkilatlanmış diğer piyasalarda işlem görmeyen sermaye piyasası araçları şeklindeki varlık kalemlerinin indirilmesi suretiyle bulunan tutarı ifade edeceği belirtilmiş olup ayrıntılı olarak

düzenlenmiş olan Tebliğ hükümleri, aracı kuruluşların faaliyetlerinin devamı ve yatırımcıların korunmasına verilen önemi ortaya koymaktadır.

2.4.6.2.2.Aracı kurumlarda teftiş ve iç denetime ilişkin esaslar

Aracı kurumların karşılaştıkları risklerin izlenmesi ve kontrolünü sağlamak ve kuracakları iç denetim sistemlerine ilişkin esas ve usulleri düzenlemek üzere Seri: V, No: 68 sayılı “Aracı Kurumlarda Uygulanacak İç Denetim Sistemine İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ” yayınlanmış olup buna göre, aracı kurumun merkez dışı örgütleri dahil tüm iş ve işlemlerinin yönetim stratejisi ve politikalarına uygun olarak düzenli, verimli ve etkin bir şekilde mevcut mevzuat ve kurallar çerçevesinde yürütülmesi, hesap ve kayıt düzeninin bütünlüğünün ve güvenilirliğinin, veri sistemindeki bilgilerin zamanında ve doğru bir şekilde elde edilebilirliğinin sağlanması, hata, hile ve usulsüzlüklerin önlenmesi ve tespiti amacıyla aracı kurumda uygulanan organizasyon planı ile bunlara ilişkin tüm esas ve usullerin iç kontrol sistemini oluştururken, aracı kurumun günlük faaliyetlerinden bağımsız, yönetimin ihtiyaçları ve aracı kurumun yapısına göre mevzuat ve aracı kurum politikalarına uygunluk denetimleri şeklinde müfettişlerce gerçekleştirilen, iç kontrol sisteminin işleyişi başta olmak üzere aracı kurumların tüm faaliyetlerini ve birimlerini kapsayan ve bu alanlara ilişkin değerlendirme yapılmasını sağlayan, değerlendirmelerde kullanılan kanıt ve bulguların raporlama, izleme ve inceleme sonucunda elde edildiği sistematik denetim sürecinin ise teftiş sistemini oluşturduğu belirtilmiş ve iç kontrol sistemi ile teftiş sisteminin birarada iç denetim sistemini meydana getirdiği ifade edilerek yönetim kurulunun aracı kurumun bünyesinde kurumsal yapıya uygun ve etkin bir iç denetim sisteminin kurulması ve sürdürülmesi hususlarında gerekli tedbirleri alacağı ayrıca kendisine bağlı icracı birimler bulunmayan üyelerinden birini de “İç Kontrol Denetim Sorumlu Yönetim Kurulu Üyesi” olarak belirleyeceği üzerinde durulmuştur.

2.4.6.2.3.Yatırımcıların varlıklarını koruyucu tedbirler

Sermaye Piyasası Kurulu Seri:V, No:46 sayılı Tebliği’nde, Kurul’un aracı kurumlar hakkında genel ve özel olarak ve/veya işlem bazında teminat istemeye ve bu teminatların kullanım esaslarını belirlemeye yetkili olduğu ifade edilmiş olup

sözkonusu düzenlemenin yatırımcıların varlıklarının korunmasına yönelik olarak kullanılması mümkündür.

Yatırımcıları Koruma Fonu Yönetmeliği 21.6.2001 tarih ve 24439 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmış olup haklarında tedrici tasfiye veya iflas kararı verilen aracı kurumların ve Bankalar Kanunu hükümleri saklı kalmak kaydıyla Bakanlar Kurulu kararıyla faaliyetleri durdurulan Sermaye Piyasası Kanunu'nun 50 nci maddesi (a) bendi hükmü kapsamındaki bankaların, yaptıkları sermaye piyasası faaliyetleri ve işlemleri nedeniyle müşterilerine karşı hisse senedi işlemlerinden doğan nakit ödeme ve hisse senedi teslim yükümlülükleri ile tasfiye giderlerini karşılamak amacıyla kurulan tüzel kişiliği haiz Yatırımcıları Koruma Fonu'nun yönetim, çalışma ve denetim esasları ile Fon varlığının kullanılış şekil ve esaslarına ilişkin hükümler içermektedir. Aracı kuruluşların, Fon tarafından bu Yönetmelik çerçevesinde karşılanacak yükümlülükleri ise sermaye piyasası faaliyetleri ve işlemleri nedeniyle hisse senedi işlemlerinden doğan ve gerçek ve tüzel kişi yatırımcı tarafından satılmak, saklanmak, yönetilmek, virman edilmek, ödünç işlemlerine konu edilmek üzere veya diğer nedenlerle aracı kuruluşlara tevdi edilen veya müşteri emrine istinaden alınan hisse senetleri ile yatırımcı tarafından hisse senedi satın alınmak üzere veya satın alınan hisse senetleri karşılığında tevdi edilen nakit ya da gerçek ve tüzel kişi yatırımcıya ait hisse senedinin satılmasından sağlanan nakitten oluşmaktadır. Ayrıca, hisse senetlerinin sağladığı temettü, bedelsiz pay alma ve bedeli ödenen yeni pay alma gibi mali haklardan kaynaklanan hisse senedi ve nakit ile hisse senedini temsilen ihraççı ortaklıklar tarafından verilen belgeler de bu madde çerçevesinde koruma kapsamındadır.

“Aracı Kurumların Tedrici Tasfiye Usul ve Esasları Hakkında Yönetmelik” ise 21.6.2001 tarih ve 24439 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanmış ve buna göre, haklarında tedrici tasfiye kararı verilen aracı kurumların malvarlığını işin niteliğine göre aynen veya nakde çevirmek suretiyle elde edilen bedeli tahsis ederek, Kanun çerçevesinde yaptıkları sermaye piyasası faaliyetleri nedeniyle müşterilerine karşı olan nakit ödeme ve sermaye piyasası araçları teslim yükümlülüklerinin Yatırımcıları Koruma Fonu tarafından tasfiye edilmesi usul ve esasları belirlenmiştir. Yönetmeliğe göre, hakkında tedrici tasfiye kararı verilen aracı kurumların bütün ödemeleri durur ve

aracı kuruma yapılan tüm ödemeler sadece Fona yapılır. Fona yapılan ödemeler dışındaki ödemeler borcu sona erdirmez. Karar tarihi itibariyle, tüm malvarlığı üzerinde sadece Fon tarafından tasarruf edilebilir. Aracı kurumun Takasbank nezdindeki müşteri hesaplarında bu müşteriler tarafından tesis edilmiş blokajlar Fonun talebi üzerine Takasbank tarafından kaldırılır. Ayrıca, tedrici tasfiye karar ve işlemlerinde Türk Ticaret Kanunu, İcra ve İflas Kanunu ve diğer mevzuatın tasfiye ile ilgili hükümleri uygulanmayacağı gibi Fon, gerekli görürse aracı kurumun mevcut mallarının korunması amacıyla mahkemeye başvurarak yediemin tayinini de isteyebilecektir.

2.4.2.Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yönetim İlkeleri

Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yönetim İlkeleri'ni ilk olarak Temmuz 2003 tarihinde yayımlamış, düzeltilmiş ikinci yayımlanma tarihi ise Şubat 2005 olmuştur. İlkeler öncelikle halka açık anonim şirketler için hazırlanmıştır. İlkelerde yer alan prensiplerin uygulanıp uygulanmaması (comply or explain) isteğe bağlıdır. Ancak, bu ilkelerde yer alan prensiplerin uygulanıp uygulanmadığına; uygulanmadı ise buna ilişkin gerekçeli açıklamaya, bu prensiplere tam olarak uymama dolayısıyla meydana gelen çıkar çatışmalarına ve gelecekte şirketin yönetim uygulamalarında ilkelerde yer alan prensipler çerçevesinde bir değişiklik yapma planının olup olmadığına ilişkin açıklamaya yıllık faaliyet raporunda yer verilmesi ve ayrıca kamuya açıklanması gerekmektedir. Sermaye Piyasası Kurulu tarafından yapılacak düzenlemeler çerçevesinde, kurumsal yönetim derecelendirmesi yapan derecelendirme kuruluşları ilkelerin uygulanma durumunu saptayacaklardır. SPK açıklamasında; ilkelerin mevcut düzenlemelere herhangi bir istisna teşkil etmediği diğer bir ifade ile halka açık anonim şirketlerin mevzuat ile belirlenen yükümlülüklerinin aynen devam ettiği belirtilmiştir. Ayrıca ilkelerin ileride mevzuatta yapılacak düzenlemeler için de yol gösterici bir özellik arz ettiği ifade edilerek ilkelerin, günün koşullarına uyum sağlanmasını teminen periyodik olarak gözden geçirileceği üzerinde durulmuştur.

Pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri, yönetim kurulu olmak üzere dört ana bölümden oluşan SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'nin ilk bölümünde; 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 alınmıştır.

Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık başlığı altındaki ikinci bölümde; şirketlerin pay sahiplerine yönelik olarak bilgilendirme politikası kuralları oluşturmaları ve bu kurallar bütününe sadık kalarak kamuyu aydınlatmalarına yönelik prensipler belirlenmiş, ayrıca, dünyadaki güncel gelişmeler ve ülke koşulları göz önünde bulundurularak periyodik mali tablo ve raporlarda yer alacak bilgiler bir standarda bağlanmış ve işlevsellik ön planda tutularak ayrıntılandırılmıştır.

Menfaat sahipleri ile ilgili üçüncü bölümde; menfaat sahibi; işletmenin hedeflerine ulaşmasında ve faaliyetlerinde herhangi bir ilgisi olan bir kimse, kurum veya çıkar grubu olarak tanımlanmış ve şirketle ilgili menfaat sahipleri olarak pay sahipleri ile birlikte çalışanları, alacaklıları, müşterileri, tedarikçileri, sendikaları, çeşitli sivil toplum kuruluşları, devlet ve hatta şirkete yatırım yapmayı düşünebilecek potansiyel tasarruf sahiplerini de içereceği ifade edilerek şirket ile menfaat sahipleri arasındaki ilişkilerin düzenlenmesine yönelik prensiplere yer verilmiştir.

Dördüncü bölümde ise, yönetim kurulunun fonksiyonu, görev ve sorumlulukları, faaliyetleri, oluşumu ile sağlanan mali haklar ve kurulacak komitelere ve yöneticilere ilişkin prensiplere yer verilerek yönetim kurullarının iki tip üyeden oluşması önerilmiş ve bunların icrada görevli olan (executive) ve olmayan (non-executive) üyeler olduğu, eğer bir üye aynı zamanda şirkette murahhas aza gibi idari bir görevde çalışıyor ise bu üye, icrada görevli yönetim kurulu üyesi olarak tanımlanmıştır.¹⁸⁴

2.4.3.Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yönetim Uyum Raporu

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 2005 yılında uygulamaya koyduğu esaslara göre; Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Derecelendirmesinde, bölümler itibariyle

¹⁸⁴ Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yönetim İlkeleri, www.spk.gov.tr (15.01.2007)

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 pay sahipleri, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri ve yönetim kurulu ana bölümleri itibariyle ayrı ayrı ağırlıkları ile beraber kamuya açıklanmasına karar verilmiştir.

2.4.4.İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi

Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri:VIII, No:40 Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği Gerekçesi, önemi ve ortaya koyduğu hususların anlaşılması açısından aşağıda verilmektedir.

“Son dönemde Amerika Birleşik Devletleri’nde (ABD) bazı büyük halka açık şirketlerden başlayarak yayılan ve daha sonra Avrupa’da da ortaya çıkan muhasebe kayıtlarındaki usulsüzlüklerden kaynaklanan ve şirketlerin iflaslarıyla sonuçlanarak, yatırımcıları büyük zarara uğratan olaylar sebebiyle tüm dünyada kamuyu aydınlatma sisteminin yeterliliği ve bu şirketlerin risk durumları ve geri ödeyebilirliklerine ilişkin olarak “kredi derecelendirmesi” faaliyetinin etkinliği sorgulanır hale gelmiştir.

Diğer taraftan, yukarıda anılan usulsüzlükler neticesinde kurumsal yatırımcılar, yatırım yapacakları şirketin finansal durumu kadar yönetimin kalitesi, yönetim süreçleri, iç kontrol mekanizmaları, finansal olmayan verileri de içeren kurumsal yönetim uygulamalarının kalitesini de gözetir hale gelmişlerdir.

Şirketlerdeki kurumsal yönetim kalitesi anlayışının ön plana çıkması, kurumsal yönetim ilkelerine şirketlerce ne derece uyulduğu konusunu gündeme getirmiştir. Bu suretle, yabancı yatırımcılara şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerine uyumunun objektif bir şekilde değerlendirilmesi olanağı sunulması

“kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesi” ile mümkün hale gelmiştir.

Kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesi bilgiye erişimde şeffaf bir mekanizma sağlamakta; şirketlerin çalışma etkinliğini artırmakta ve kaynak maliyetlerini azaltmaktadır.

Kurumsal yönetim ilkeleri ve derecelendirmesine ilişkin ülke uygulamalarına bakıldığında genel yaklaşımın şirketlerin gönüllülük yaklaşımı çerçevesinde bu ilkelere ne ölçüde uyduklarını açıklamaları olduğu görülmektedir. Ancak, bazı ülkelerde ilkelerin bir kısmının borsalar tarafından kotasyon koşulu haline getirildiği, bir kısmının kurumsal yatırımcılar tarafından yatırım kriteri olarak kabul edildiği veya ilgili otoriteler tarafından derecelendirme kuruluşlarının değerlendirmelerine bağlı olarak teşvik mekanizması olarak kullanıldığı anlaşılmaktadır.

Yukarıda yer verilen açıklamaların ışığı altında, Türkiye’de de uluslararası gelişmelere paralel olarak, kurumsal yönetim derecelendirmesini kapsayacak şekilde mevcut derecelendirme Tebliğini yürürlükten kaldıran yeni bir Tebliğ taslağı hazırlanmıştır. Tebliğ taslağında, derecelendirme kuruluşlarının başvuru, faaliyet, bağımsızlık esasları ve derecelendirme kuruluşları ile çalışanlarının çıkar çatışmalarından uzak tutulmasını sağlamaya yönelik esaslar yeniden belirlenmiştir.

Buna göre, Tebliğ taslağında derecelendirme faaliyeti kredi derecelendirmesi ve kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesi olarak sınıflandırılmıştır. Derecelendirme yaptırılması ihtiyari olup, Kurul tarafından gerekli görülen durumlarda derecelendirme yaptırılması zorunlu tutulabilir. Tebliğ taslağında ayrıca, derecelendirme kuruluşlarının, ortaklıkların ve sermaye piyasası kurumlarının talepleri olmaksızın derecelendirme yapabilecekleri hususu düzenlenmiş olup; söz konusu derecelendirme sonuçlarının

derecelendirme kuruluğu tarafından kamuya açıklanması, ilgili ortaklık ve sermaye piyasası kurumunun onayına bağlanmıştır.

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. Derecelendirme kuruluşlarının yeni bir derecelendirme yapmaları halinde, yeni derece ile birlikte bir önceki derecenin ve derecenin değiştirilme gerekçesini kamuya açıklamaları gerekmektedir. Ayrıca, derecelendirme kuruluşları her derecenin ne anlama geldiğine ilişkin kamuya açıklama yapmak zorundadırlar. Tebliğ ile 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 ayrı olmak üzere 1 ile 10 arasında derece notu verilmesi zorunlu tutulmuştur.”

SPK'nın Tebliği sonrasında İMKB Yönetim Kurulu 23.02.2005 tarihinde Kurumsal Yönetim İlkelerini uygulayan işletmelerin dahil olacağı bir Kurumsal Yönetim Endeksi'nin kullanılmasına karar vermiş ve İMKB Gözaltı Pazarı hariç İMKB'de işlem gören ve SPK'nın “Sermaye Piyasasında Derecelendirme Faaliyeti ve Derecelendirme Kuruluşlarına İlişkin Esaslar Tebliği” çerçevesinde kurumsal yönetim ilkeleri uyum derecelendirme notuna sahip işletmelerin fiyat ve getiri performanslarının ölçülmesi amacıyla “İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi” oluşturmuştur.¹⁸⁵

Kurumsal Yönetim İlkelerinin yayımından sonra SPK ve İMKB tarafından bir çok düzenleme yapılmış olup bu düzenlemelerin genel bir bakış açısı ile kurumsal yönetimin ülkemizde yerleşmesi yönünde oldukça önemli adımlar olduğu düşünülmektedir. SPK'nın halka açık şirketlere yönelik uyum beyanı düzenlemesi, Borsa Yönetim Kurulu'nca İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi oluşturulması, SPK lisansı alan kuruluşlar tarafından kurumsal yönetim derecelendirme faaliyetlerinin

¹⁸⁵ İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, www.imkb.gov.tr/endeksler/kurumsalyonetim (27.08.2007)

başlatılması, denetimden sorumlu komite oluşturulmasının zorunlu hale getirilmesi, birikimli oy kullanımına ilişkin esasların belirlenmesi gibi gelişmeler SPK'na tabi anonim ortaklıklarda kurumsal yönetim uygulamalarının yerleştirilmesine yönelik olarak yapılan bir kısım düzenlemelerdir.

2.4.5.OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri ve Türk Hukuk Sistemi

OECD tarafından yayınlanan kurumsal yönetim ilkelerinin Türk hukuk sistemi ile karşılaştırması temel esaslar çerçevesinde aşağıda başlıklar halinde yapılmaktadır.

2.4.5.1.Pay Sahiplerinin Hak ve Yükümlülükleri ve Türk Hukuk Sistemi

OECD'nin "Hissedarların Hakları ve Temel Sahiplik İşlevleri" bölümünde pay sahiplerinin hakları; temel haklar (pay sahipliği haklarını gösteren kayıtların güvenilir olarak tutulması, hisse senetlerinin tedavülünün serbestliği, bilgi alma hakkı, genel kurula katılma ve oy kullanma hakkı, yönetim kurulu seçim hakkı ve kar payı hakkı) ve önemli kararlarda bilgi ve söz sahibi olma hakkı, genel kurula katılma, oy kullanma ve genel kurul prosedürü hakkında bilgi sahibi olma hakkı, ortaklık kontrolünün el değiştirmesine yol açan işlemlerin adil ve şeffaf olması şeklinde belirlenmiştir.

2.4.5.1.1.Pay sahipliği haklarını gösteren kayıtların güvenilir olarak tutulması

Pay sahipliği haklarını gösteren kayıtların güvenilir olarak tutulması, mülkiyet tescil yöntemlerini güvence altına alma hakkı olarak tanımlanmış olup konuya ilişkin düzenlemeler TTK'nda da nama yazılı hisse senetleri için mevcuttur. Buna göre esas sözleşmede aksine hüküm olmadığı sürece devrolunabilen nama yazılı hisse senetlerinin devri, ciro edilmiş senedin devralana teslimi ile gerçekleşmekle beraber ortaklığa karşı ancak yönetim kurulunca tutulan pay defterine kayıtlı hüküm ifade eder. Hamiline yazılı senetler içinse sadece

teslim, hüküm ifade etmek için yeterli olup herhangi bir kayıt şartı yoktur. Sermaye Piyasası Kanunu ise Ticaret Kanunu'ndaki sistemi kısmi olarak değiştirmiştir. Buna göre pay defterine kaydedilecek kişinin belirlenmesinde Merkezi Kayıt Kuruluşu nezdinde ihraççılar itibariyle tutulan kayıtlar esas alınacak ve yeni malikin pay defterine yazımı sırasında bu kayıtlarda adı bulunan kişi devre yetkili kabul edilecektir. Yani artık pay defterine kayıt için ilgililer tarafından yapılması gereken başvuruya gerek olmayacak, Merkezi Kayıt Kuruluşu kayıtlarına göre belirlenen kişi pay defterinde yazılı olmasa bile devir hususunda meşru malik sayılacaktır.¹⁸⁶

2.4.5.1.2.Hisse senetlerinin serbestçe devredilebilmesi hakkı

Hisse senetlerinin serbestçe devredilebilmesi hakkı konusunda ise, esas sözleşmede yer alan ve nama yazılı payların devredilebilmesini kısıtlayan veya tamamen yasaklayan hükümlerin varlığı durumunda sorunlar ortaya çıkmaktadır. SPK Seri I, No:26 sayılı Tebliği'nin 5. maddesine göre hisse senetleri daha önce halka arz edilmemiş ortaklıklarda, hissedarların sahip oldukları hisse senetlerini halka arz edebilmeleri için hisse senetlerinin rehin veya teminata verilmek suretiyle devir veya tedavülünü kısıtlayan ve senet sahibinin haklarını kullanmasına engel teşkil eden herhangi bir kaydın bulunmaması gerekmektedir. Benzer bir düzenleme, İMKB Kotasyon Yönetmeliği'nde yer almakta olup esas sözleşmenin menkul kıymetlerin devir ve tedavülünü kısıtlayan veya senet sahibinin haklarını kullanmasına engel teşkil eden kayıtları içermemesi şeklindedir.¹⁸⁷ Bu çerçevede TTK'nda, ortaklığa karşı ancak pay defterine kayıtlı bulunan kimsenin pay sahibi sıfatına sahip olduğuna ilişkin açık hükmün yer alması nedeniyle hisse senetleri İMKB'de işlem gören ortaklıklar için yeni bir düzenleme yapılmasının uygun olacağı ileri sürülmektedir.¹⁸⁸

2.4.5.1.3.Bilgi Alma Hakkı

OECD İlkelerinde ortaklıkla ilgili esaslı bilgilerin zamanında ve düzenli bir şekilde elde edilmesi hakkı olarak tanımlanmış olan bilgi alma hakkı TTK'nda

¹⁸⁶ Paşlı, s.93

¹⁸⁷ Gürbüz ve Erginçan, s.24

¹⁸⁸ Şehirli, s.26

malumat alma hakkı başlığı altında ayrı bir madde ile düzenlenmiş ise de maddenin geçmişe yönelik işlemleri ilgilendirmesi ayrıca pay sahiplerinin şüpheli gördükleri durumlarda denetçilerden gerekli açıklamayı isteyebilme yetkisi ve genel kurul veya yönetim kurulu tarafından verilecek izinle pay sahiplerinin ortaklığın ticari defterleri ile muhaberatını inceleyebilme yetkileri, ilgili kurulların geniş takdir yetkileri nedeniyle anlamlı olamayabilmektedir. SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'nde bilgi alma ve inceleme hakkının kullanımında pay sahipleri arasında ayırım yapılmayacağı, gerekli bilgilerin güncel olarak elektronik ortamda kullanıma sunulacağı ve ortaklığın sermaye, yönetim ve denetim bakımından doğrudan ya da dolaylı olarak ilişkili olduğu kişiler ile ortaklık arasındaki hukuki ve ticari ilişkilerin açıklanacağı hususları belirtilmiştir. Bu hükümler dışında da SPK tebliğlerinde bilgi alma hakkının kullanımına ilişkin TTK'nda yer verilmeyen bir çok konuda pay sahibinin bilgilendirilmesi sonucunu doğuran düzenlemeler mevcut olup bunlar kurumsal yönetim açısından olumlu uygulamalar niteliğindedir.

2.4.5.1.4. Genel kurula katılma ve oy kullanma hakkı

Türk Ticaret Kanunu, pay sahipleri şirket işlerine müteallik haklarını umumi heyet toplantılarında kullanırlar şeklindeki hükmü ile tüm pay sahiplerinin genel kurullara katılma hakkını ortaya koymuş ve genel kurullara davet dahil olmak üzere detaylı düzenlemelere yer vermiştir. Pay sahibi genel kurula katılma ve oy kullanma hakkını bizzat veya temsilcisi aracılığıyla kullanabilecektir. Vekalet yoluyla oy kullanılabilmesi için temsil yetkisinin ayrı bir senede yazılı olması ve vekalet edenin vekalet verenin çıkarlarına uygun olarak oy vermesinin gerektiğini belirten TTK'na karşılık sermaye piyasası mevzuatında ise vekaleten oy kullanma esasları daha detaylı olarak belirlenmiş ve vekaleten oyun nasıl kullanılacağından vekalet formunun standartlarına kadar ayrıntılı hükümlere yer verilmiştir.

Gerek TTK ve gerekse SPK'nda teknolojik olanaklardan yararlanarak oy kullanmaya ilişkin bir düzenleme bulunmamaktadır. Türk hukukunda fiziken genel kurula katılmayan pay sahiplerinin oy kullanabilmesinin vekalet yoluyla sınırlı olmaması ve ortakların teknolojik imkanlardan yararlanmasının sağlanması için

gerekli mevzuat değişikliklerinin yapılması ayrıca ortaklıkların da, fiziki alt yapıyı hazırlamaları için önlem almalarının gerekli olduğu ifade edilmektedir.¹⁸⁹

2.4.5.1.5.Yönetim kurulu seçim hakkı

Türk Ticaret Kanunu'na göre genel kurul toplantı ve karar yeter sayılarına uygun olarak alacağı karar ile yönetim kurulu üyelerini belirler. Yönetim kurulunu seçen kurul olan genel kurul, her zaman azil yetkisine de sahiptir. Azil yetkisi, temel pay sahipliği hakları arasına OECD'nin 2004 yılı revizyonunda eklenmiştir. TTK'nda pay sahibinin kullandığı her bir oy üye sayısı kadar etki yaparken sermaye piyasası mevzuatında, seçilecek üye sayısınca bir veya bir kaç kişide oyunu toplayabilme bir başka deyişle pay sahibine yönetim kuruluna seçilecek üye sayısı kadar oyunu bir kişiye verebilmeyi mümkün kılan birikimli oy sistemi uygulaması yapılabilmektedir. Anılan uygulama küçük pay sahiplerini korumaya yönelik bir seçim sistemi olarak sermaye piyasası mevzuatındaki yerini almıştır.

2.4.5.1.6.Kar payı hakkı

TTK'nda, her pay sahibinin kanun ve esas mukavele hükümlerine göre pay sahiplerine dağıtılmaya tahsis olunan safi kazançta payı nispetinde iştirak hakkına haiz olduğu belirtilmiştir. Pay sahipleri dağıtılan safi kardan payları oranında almaya hak kazanmakla beraber yine TTK'nda yer alan hükümler çerçevesinde kardan geçmiş yıl zararlarının düşülmesi, kanuni ve ihtiyari yedek akçelerin ayrılması, yönetim kurulu üyeleri, intifa senedi sahipleri, ortaklığın personeline esas sözleşme ile kara katılma hakkı verilebilmesi, yönetim kurulu ve genel kurul kararı ile ayrılabilen yedek akçeler nedenleriyle safi karın azaltılabilmesi mümkündür ve bu takdirde pay sahibinin kar payı sınırlı bir tutar olabilecektir. Kapalı anonim ortaklıklarda pay sahiplerinin temel amacının kar payı olduğu düşünüldüğünde, bu ortaklıkların kar payı dağıtımına ilişkin olarak pay sahiplerini koruyucu düzenlemeler yapılması gerekliliği ortaya çıkmaktadır. Sermaye piyasası mevzuatında ise halka açık anonim ortaklıkların esas sözleşmelerinde birinci

¹⁸⁹ Şehirli, s.37

temettü oranının gösterilmesi zorunlu olup bu oran SPK tarafından belirlenecek oranın altında olamaz. SPK ilkelerinde kar payı dağıtımında temel amaç ortaklığın belirli ve tutarlı bir kar dağıtım politikasının olması, bunun kamuya açıklanması ve karın dağıtılmayıp yedek akçelere eklenmesi durumunda da bu hususun rasyonel gerekçelere dayanmasıdır. Anılan hükümlerin incelenmesinden sermaye piyasası mevzuatının kar payı dağıtımı konusunda TTK'na göre daha tutarlı olduğu sonucuna ulaşılmaktadır.

2.4.5.1.7.Önemli kararlarda bilgi ve söz sahibi olma hakkı

Önemli kararlarda bilgi ve söz sahibi olma hakkı; pay sahiplerinin ortaklığın esas sözleşme değişikliği, sermaye artırımını, birleşme veya önemli tutarlarda varlık satımı gibi olağan dışı işlemlerde bilgi sahibi olmalarının yanı sıra kararlarda da etkili olmalarına ilişkindir. Sermaye artırımları diğer esas sözleşme değişiklikleri gibi genel kurulda karara bağlandığından pay sahipleri TTK hükümleri çerçevesinde bilgi alabilmektedir. SPK mevzuatında ise sermaye artırımlarında ortakların bilgilendirilmelerine yönelik hükümler mevcuttur. Ortaklık birleşmeleri de esas itibarıyla bir esas sözleşme değişikliği niteliğinde olup birleşmenin gerçekleştirilmesi için birleşmeye konu her bir ortaklığın genel kurul kararı gerekmektedir. Esas sözleşme değişikliğinin türleri olan sermaye artırım kararlarına ve birleşme kararlarına ortakların katılmasına yönelik düzenlemelerin TTK'nda bulunmasına karşın, ortakların bu konuda yeterli düzeyde bilgilendirilmelerine yönelik düzenlemelerin bulunmadığı, sermaye piyasası mevzuatında yapılan düzenlemelerin ise halka açık ortaklıkların pay sahiplerinin sermaye artırımını ve birleşme ile ilgili yeterli bilgilere sahip olmalarını sağladığı üzerinde durulmaktadır.¹⁹⁰

OECD İlkelerinde belirtilen diğer bir konu ise önemli tutarda duran varlık satımlarına ilişkin bilgilendirme esaslarıdır. Sermaye piyasası mevzuatında önemli varlık satımları ayrıntılı bir şekilde düzenlenmiş ve kamuya açıklanması gereken özel durumlar arasında sayılmıştır. Sermaye Piyasası Kanunu'na tabi anonim

¹⁹⁰ Şehirli, s.39

ortaklıklar için kamuya açıklama zorunluluğu bulunmakta ancak bu tür işlemlere pay sahiplerinin katılımını sağlayan bir düzenleme ise bulunmamaktadır. Bu çerçevede, bu eksikliğin hem halka kapalı hem de halka açık ortaklıklar açısından giderilmesi ve belirlenecek oranlara ulaşan varlık satımında genel kurulun ağırlaştırılmış yeter sayı kurallarına bağlı olarak alacağı bir kararla bu satımı onaylaması gerektiği yönünde bir kural getirilmesi gerektiği ifade edilmektedir.¹⁹¹

2.4.5.2. Pay Sahiplerinin Eşit İşleme Tabi Tutulması ve Türk Hukuk Sistemi

“Pay Sahiplerinin Eşit İşleme Tabi Tutulması” ilkesi altında “Aynı grup içinde yer alan pay sahipleri eşit işleme tabi tutulmalıdır” hükmüne yer verilmiştir.¹⁹² Bahse konu hüküm ile bire bir oy hakkının ön plana alınması değil, esas sözleşme ile oy, kar vb. farklı haklara sahip çeşitli pay grupları oluşturulmuşsa, bunlardan aynı grupta yer alan pay sahiplerine eşit muamele edilmesi ve aynı oy haklarına sahip olması amaçlanmıştır.

Gerek TTK ve gerekse sermaye piyasası mevzuatında yatırımcıların ortaklığın hisse senedini almadan önce pay grupları ve bu gruplara tanınan imtiyazlar konusunda yeterli bilgiye sahip olmalarını sağlayabilecek düzenlemelerin mevcut olduğunu söylemek mümkündür.

Bahse konu İlkede ayrıca “Azınlık pay sahipleri, ortaklığı kontrol eden pay sahiplerinin doğrudan ya da dolaylı olarak yaptıkları veya menfaatleri doğrultusunda yapılan yolsuz işlemlere karşı korunmalı ve etkili tazminat araçlarına sahip olmalıdırlar.” hükmüne yer verilmiş olup burada korunması gereken azınlık TTK’ndaki ortaklık sermayesinin % 10’una ya da sermaye piyasası mevzuatına göre % 5’ine sahip olan pay sahipleri değil, ortaklık kontrolünü herhangi bir şekilde elinde bulunduranların dışında kalan tüm pay sahipleri olarak anlaşılmalıdır.

¹⁹¹ Pahlı, s.144

¹⁹² OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri 2004, s.17

OECD'nin bu bölümdeki diğer bir İlkesi, oy haklarının pay sahibinin yararına olacak şekilde saklama kuruluşları ya da vekiller aracılığı ile kullanılabilmesidir. Vekil aracılığı ile oy kullanılabilmesi hem TTK'nda hem de sermaye piyasası mevzuatında mevcuttur. Pay sahiplerinin saklama kuruluşu ile vekalet sözleşmesi yapması halinde saklama kuruluşunun pay sahibi adına ortaklık genel kurulunda oy kullanabilmesi mümkün olabilmekle birlikte, saklama kuruluşlarının saklamasını yaptıkları hisse senetlerinden doğan oy haklarını kullanmalarına ilişkin ayrı bir düzenleme yapılmasının uygun olacağı ifade edilmektedir.¹⁹³

İçerden öğrenenlerin ticareti ve usulsüz kişisel işlemin yasaklanması olarak belirtilen hükümler, Sermaye Piyasası Kanunu çerçevesinde cezai sorumluluğa tabi olup Türk hukuk sistemi açısından OECD tarafından öngörülen yasaklanmanın sağlanmış olduğu söylenebilecektir.

2.4.5.3. Kurumsal Yönetimde İlgililerin Rolü ve Türk Hukuk Sistemi

OECD İlkelerinde yer alan ilgililer kavramı ile dar anlamda anonim ortaklığın ilişkide olduğu üçüncü kişiler kastedilirken geniş anlamı ile işçiler, alacaklılar ve müşterilerden, yatırımcılar ve devlete kadar oldukça farklı kişi ve gruplar kastedilmektedir. SPK İlkelerinde de ilgililer kavramına karşılık gelecek şekilde menfaat sahipleri kavramı kullanılmış ve kurumsal yönetim uygulamalarının, ilgililerin (menfaat sahiplerinin) mevzuat ve karşılıklı sözleşmelerle düzenlenen haklarını garanti altına alacağı belirtilmiş ancak OECD İlkelerindeki gibi bu hakların içeriğine değinilmemiştir.

Ortaklığın ilgililerinin haklarına riayet etmeyip onların zarara uğramalarına sebep olduğu durumlarda bu kişilerin etkili bir tazminat imkanına sahip olmaları, yasal düzenlemelerin ilgililerin haklarını zorla da olsa muhafaza etmesi lazımdır. Tazminat sisteminin fonksiyonel bir şekilde işlemesi, ortaklıkları da istemeseler

¹⁹³ Şehirli, s.28

bile ilgili haklarına uymaya mecbur kılar¹⁹⁴ ve kurumsal yönetim anlayışının yerleşmesi açısından oldukça önemlidir.

Çalışanların yönetime katılmasının teşvikine ilişkin OECD İlkesi çerçevesinde Türk hukuk sistemi incelendiğinde; çalışanların gerek hisse senetlerinin işçilere dağıtılması suretiyle gerekse de işçilerin ortaklık organlarına seçilmesi suretiyle yönetime katılmasına yönelik bir hükmün mevzuatta bulunmadığı görülmekle beraber anonim ortaklıkların esas sözleşmelerine hüküm koymak yoluyla ilgililerin katılımını sağlayabilecekleri de belirtilmektedir.¹⁹⁵

2.4.5.4. Kamuyu Aydınlatma, Şeffaflık İlkesi ve Türk Hukuk Sistemi

OECD' nin kurumsal yönetim ilkelerinden dördüncüsü olarak düzenlenmiş olan kamuyu aydınlatma ilkeleri genel olarak, ortaklıkların finansal durumları, performansları, sermaye ve idari yapısı hakkında kamunun zamanında ve yeterli bilgiyle aydınlatılması olarak tanımlanmaktadır.

Türk mevzuatında kamuyu aydınlatma ilkesi, TTK ve Sermaye Piyasası Kanunu'nda yer almaktadır. TTK'nun anonim ortaklıkların tedrici kuruluşunda izahname ve sirküler yayınlama zorunluluğunun düzenlendiği maddelerinde, ortakların ortaklık hakkında bilgi edinme haklarının düzenlendiği maddelerinde, sermaye artırımlarında da tedrici kuruluşdaki prosedürü gerektiren ve izahname yayınlanması gereğinin düzenlendiği maddelerinde anılan ilkenin uygulamasına yönelik düzenlemelere yer verilmektedir. Kamunun aydınlatılması, sermaye piyasasında yatırım yapacak yatırımcılar için ortaklıkların ekonomik durumları hakkında gerçek, yeterli ve doğru bilgi edinebilmeleri ve bu bilgiler çerçevesinde yatırım tercihlerini kendilerinin yapabilmeleri bakımından ayrıca önem taşımaktadır. Bu nedenle sermaye piyasalarının gelişmesiyle düzenleyici otoritelerin temel görevi olan kamunun aydınlatılmasının yukarıda sözü edilen düzenlenmeler ile sağlanması yetersiz kalmış, uluslararası gelişmeler ve piyasanın gereksinimleri doğrultusunda

¹⁹⁴ Pahlı, s.235

¹⁹⁵ Mustafa Özçam ve Diğerleri, **OECD İşletme Yönetimi Taslağı'nda Yer Alan İlkelerin Türk Mevzuatı Açısından Değerlendirilmesi**, SPK Hizmete Özel Komisyon Raporu, Ankara, 1999, s.36

SPK'nın ilgili tebliğleriyle bu husus önemli ölçüde genişletilmiş olup anılan ilkeye yönelik düzenlemeler konusunda "4.1. Sermaye Piyasasında Yatırımcının Korunması" bölümünde detaylı bilgiler verilmiştir. Söz konusu düzenlemelerin OECD tarafından belirlenen İlkeler açısından yeterli olduğu düşünülmektedir. Ancak önemle üzerinde durulması gereken husus, ortaklıkların "ticari sır" kapsamında değerlendirilebilecek bilgilerini kamuya açıklamak zorunda bırakılıp rakibi olan ortaklıklar karşısında güç duruma düşürülmemesi ve özellikle hisse senedi borsalarında işlem gören ortaklıklar hakkında bilgi kalabalığı yaratılarak hisse senedi fiyatlarının manipüle edilmesine olanak verilmemesidir.¹⁹⁶

Diğer taraftan, TTK çerçevesinde yıllık yönetim kurulu raporu olağan genel kurul toplantısını izleyen izleyen bir ay içerisinde SPK'na gönderilmekle beraber kamuoyunun incelemesini sağlayacak şekilde ilan edilmemekte, bu hususun ilgililerin ortaklığın faaliyet sonuçları hakkında dönemsel olarak haberdar olmaları, dolayısıyla kamuyu aydınlatma ilkesi açısından eksik bir düzenleme olduğu ifade edilmektedir. Ayrıca, sermaye piyasası mevzuatındaki şarta bağlı olaylar kavramının OECD İlkelerindeki öngörülebilir risk faktörleri tanımını karşılamaması, yine OECD İlkelerinde yer alan çalışanlara ilişkin hükümlerin Türk mevzuatında tam olarak karşılık bulmaması ve yönetim yapıları ile politikaları konusunda mevcut uygulamanın yönetim kurulu üyelerinin payları, sayıları ve kimlikleri hakkında kamuoyuna bilgi vermek şeklinde uygulanması nedeniyle genel anlamda ortaklığın yönetim politikalarının kamuya açıklanmasını sağlayacak hükümlerin olmadığı nedenleri ile eleştirilmektedir.¹⁹⁷

2.4.5.5. Yönetim Kurulunun Sorumlulukları ve Türk Hukuk Sistemi

Anonim ortaklığın işleyişi açısından kilit bir rol oynayan yönetim kurulu, kurumsal yönetimin uygulanması açısından da son derece önemli görevler üstlenmekte olup OECD İlkelerinin son bölümünde buna yönelik hususlara yer verilmiştir.

¹⁹⁶ Şehirli, s.42-43

¹⁹⁷ Paslı, s.259

Ortaklığın işletme örgütünü oluşturacak üst düzey çalışanları belirleme ve gerektiğinde değiştirme yetkisinin esasen yönetim kurulunda olması ve bir çok önemli kararın (genel kurul kararları dahil) alınmasında belirleyici rolün yönetim kurulunca yerine getirilmesi nedeniyle kurumsal yönetimin merkezine de yönetim kurulunun yerleştirilmesi gerekli olmaktadır. Yönetim kurulu yapısı, kimlerden oluştuğu, üyelerin seçimi, azli, görevleri, sorumlulukları, ücretleri vb konular ortaklık içindeki kurumsallaşmanın belirleyici unsurlarıdır. İşte bu konularda kurumsal yönetim anlayışına uygun kurallar belirlenmesi ve bu doğrultuda uygulamalara geçilmesi, daha önce açıklanan diğer kurumsal yönetim ilkeleri için de bir ön basamak görevi görür. Bu basamak sağlam değilse, diğerlerine ulaşılması ya imkansızdır ya da çok zordur.¹⁹⁸

Bu bilgiler ışığında OECD İlkelerinde şu temel ilke konulmuştur. “Kurumsal yönetim yapısı, yönetim kurulu tarafından ortaklığın stratejik rehberliğini ve işletme örgütünün etkili bir şekilde gözetimini sağlamalı ve yönetim kurulunun şirket ve pay sahiplerine karşı (hesap verme) sorumluluğunu temin etmelidir. Ayrıca, yönetim kurulu üyelerinin bu görev ve sorumluluklarını yerine getirirken tam olarak bilgilenmiş şekilde, iyi niyetle, işin gerektirdiği ihtimam ve dikkati göstererek ve ortaklık ve pay sahiplerinin menfaatlerini en iyi şekilde gözeterek hareket etmeleri gerekmektedir. İlkenin yazılışından yönetim kurulu üyelerinin ilgili konulardaki kararlarını tamamiyle bilgi sahibi olarak vermelerinin sağlanması üzerinde durulduğu görülmektedir. TTK’na göre ortaklık işlerini görenlerden genel olarak işlerin gidişatı veya belirli bazı işler hakkında açıklama isteme yetkisine sahip olan yönetim kurulu üyelerinin ortaklık d’fter ve evraklarını bizzat inceleyebilmeleri, bu hususun yönetim kurulu tarafından onaylanmasına bağlı olup OECD İlkelerinde yer aldığı şekliyle denetleme ve gözetleme görevinin yerine getirilebilmesi açısından yetersiz olan bu hükümlerde düzenleme yapılması gerekmektedir. Yine TTK’nda yönetim kurulu üyelerinin anonim ortaklık ile ilgili işlerde gösterecekleri özenin ölçüsü, Borçlar Kanunu’na atıf yapılarak düzenlenmiş olup yönetim kurulu üyelerinin sadakat borcu, hem anonim ortak tüzel kişiliği hem de pay sahiplerinin menfaatlerini gözetmelerini ve

¹⁹⁸ Paşlı, s.290

çıkarların çatıştığı durumlarda da kendi çıkarlarını ikinci plana almalarını gerekli kılmaktadır. SPK İlkelerinde de; yönetim kurulunun; karar ve uygulamalarında, ortaklığın piyasa değerinin en üst seviyeye çıkarılmasını hedefleyeceği ve ortaklık işlerini pay sahiplerinin uzun vadeli ve istikrarlı bir kazanç sağlamasını temin edecek şekilde yürüteceği, bunu yaparken de pay sahipleri ile ortaklığın büyüme gereği arasındaki hassas dengenin bozulmamasına özen göstereceği ifade edilmiş olup bahse konu düzenleme OECD İlkeleri ile uyumludur.

T. Ticaret Kanunu'na göre yönetim kurulu ortaklığı temsil ve idare etme ana görevi yanında ortaklığın tüzel kişi tacir sıfatıyla tutmaya mecbur olduğu defterleri tutmak, yıllık faaliyet raporu, kar dağıtım ve yedek akçelere ilişkin teklif hazırlamak, esas sermayenin yarısının karşılıksız kaldığının anlaşılması durumunda genel kurula bildirmek gibi bir çok görevi vardır. Bununla birlikte OECD İlkelerinde yönetim kurulunun esaslı görevleri belirtilmiş olup bu görevler; ortaklık stratejisini, temel faaliyet planlarını, risk politikasını, yıllık bütçeleri ve işletme planlarını incelemek ve bunlara yön vermek, performans hedeflerini belirlemek, yerine getirilmesini ve ortaklık performansını kontrol etmek, büyük sermaye harcamalarına, ortaklık devralmalarına ve mal varlığı satışlarına nezaret etmek şeklinde sayılmıştır. Bu görevlerin incelenmesinden OECD İlkelerinde yönetim kuruluna; daha dar açıdan bakıldığı ve genel anlamda yönetim politikalarının belirlenmesi ve işletme yönetiminin faaliyetlerinin gözetilmesi görevinin verildiği, buna karşın TTK'na göre yönetim kurulunun temel görevinin ortaklığı idare ve temsil olarak biçimlendirildiği görülmektedir.

OECD İlkelerinde yönetim kurulunun objektif ve bağımsız karar verebilme yeteneğine sahip olması gerektiğinin özellikle belirtildiği görülmektedir. Yönetim kurulu bağımsızlığı ise icrai yetkisi olmayan, ortaklıkla hizmet bir başka deyişle işçi-işveren ilişkisi bulunmayan, ekonomik, ailevi veya benzeri bağlarla ortaklık, pay sahipleri veya işletme ile herhangi bir bağlantısı olmayan kişilerden yönetim kurullarının büyüklüğüne göre yeter sayıda atanması ile sağlanabileceği üzerinde durulmaktadır.¹⁹⁹ SPK İlkelerinde de bağımsız yönetim kurulu üyeliği üzerinde

¹⁹⁹ The Financial Aspects of Corporate Governance, s.23-24

durulmuş ve yönetim kurulu üyeleri arasında görevlerini hiç bir etki altında kalmaksızın icra etme niteliğine ve potansiyeline sahip bağımsız üyelerin bulunması öngörülmüştür.

OECD İlkelerinde yönetim kurulu içinde komitelerin oluşturulması halinde bunların görev alanlarına, yetkilerine, oluşturulma şekillerine, çalışma prosedürlerine ilişkin genel nitelikteki kuralların da belirlenmesi ve bu kuralların da kamuya açıklanması gerektiği ifade edilmiştir. TTK uyarınca yönetim kurulu; işlerin gidişatına bakmak, yönetim kurulu toplantı gündemini hazırlamak, bilanço tanzimi gibi önemli konularda rapor hazırlamak, alınan kararların tatbikine nezaret etmek üzere yönetim kurulu üyelerinden oluşan komite veya komisyonlar kurabilmektedir. OECD İlkeleri çerçevesinde, üst düzey görevlilerin ücret ve diğer gelir unsurlarını belirlemek üzere kurulacak “ücret belirleme komitesi” çeşitli çıkar çatışmalarının önüne geçebileceği gibi, “aday belirleme komitesi” de, genel kurulda çoğunluğu elinde bulunduran ortakların yönetim kurulu üyelerini belirlemesi yerine ortaklık stratejilerine uygun aday belirleme stratejilerini oluşturarak ortaklıkta kurumsal yönetimin geniş anlamda yerleşmesine katkıda bulunabilecektir.

2.4.6. Türk Ticaret Kanunu Tasarısı - Kurumsal Yönetim İlişkisi

2005 yılında tamamlanarak TBMM Adalet Komisyonu’ndan geçen Türk Ticaret Kanunu Tasarısı kurumsal yönetim anlayışını tüm anonim ortaklıklar açısından kabul etmektedir.²⁰⁰ Tasarı halka açık ve kapalı anonim ortaklıklar açısından kurumsal yönetim ilkesini zorunlu hale getirerek oldukça önemli bir hususu ortaya koymaktadır. Türk Ticaret Kanunu Tasarısı tüm anonim ortaklıklar bakımından asgari kurumsal yönetim standartlarını belirlemekle birlikte halka açık anonim ortaklıklar ise kanunlaşması sonrasında TTK Tasarısı’nın öngördüğü kurumsal yönetim anlayışının yanısıra SPK Kurumsal Yönetim İlkelerine de uyum sağlayacaklardır .

Kapalı anonim ortaklıklar açısından kurumsal yönetim ilkesinin öngörülmesi, bir reform niteliğini taşımakta, bu reform, halihazırda kurumsal bir şekilde örgütlenmemiş

²⁰⁰ T.C. Adalet Bakanlığı, **Türk Ticaret Kanunu Tasarısı**, Ankara, 2005

ve iyi yönetilmeyen anonim ortaklıklar bakımından zorunlu bir uyum sürecini beraberinde getirmektedir. TTK Tasarısı'na yönelik bazı tepkiler de, bu noktada odaklanmaktadır. Nitekim bazı kesimler, bu uyum sürecinin şirketler bakımından oldukça zahmetli olacağını ileri sürmektedir. Her reformda yaşandığı gibi bu reformun da ayrıntılı bir dönüşüm sürecini gerektirdiği aşıkardır. Şu kadar ki, kurumsal yönetim konusunda uzun süredir yol alan bazı gelişmiş ülkelerde bile tüm yönleriyle kabul edilmeyen modern bir anlayışın Türk Hukukunda benimsenmesi ve kapalı anonim ortaklıklar açısından dahi “örgütlenme ve yönetim” standartlarının yükseltilmesi oldukça önemli bir adımdır.²⁰¹

Bu çerçevede, oldukça geniş düzenlemeler içeren Türk Ticaret Kanunu Tasarısı'ndaki hükümlerin genel olarak incelenmesi, gerek TTK Tasarısı ile kurumsal yönetim ilişkisinin anlaşılması gerekse mevcut Türk hukuk sisteminde kurumsal yönetime ilişkin eksiklikler olarak sıralanan bazı hususların yeni TTK Tasarısı'nda nasıl düzenlendiğinin anlaşılması açısından önemli olduğundan aşağıda tasarının bir kısım maddelerine yer verilecek ve son olarak genel bir değerlendirme yapılacaktır.

TTK Tasarısı 359. maddede, anonim şirketin esas sözleşmeyle atanmış veya genel kurul tarafından seçilmiş, bir veya daha fazla kişiden oluşan bir yönetim kurulunun bulunacağı, üyelerden en az birinin Türk vatandaşı ve yerleşim yerinin Türkiye olmasının şart olduğu belirtilmiştir.

TTK Tasarısı 361. maddede, yönetim kurulu üyelerinin kusurlarıyla şirkete verebilecekleri zarar, şirket sermayesinin yüzde yirmibeşini aşan bir bedelle sigorta ettirilmiş ve bu suretle şirket güvence altına alınmışsa bu hususun; halka açık şirketlerde Sermaye Piyasası Kurulu'nun ve ayrıca pay senetleri borsada işlem görüyorsa borsanın bülteninde duyurulacağı ve kurumsal yönetim ilkelerine uygunluk değerlendirilmesinde dikkate alınacağı hüküm altına alınmıştır.

²⁰¹ **Kurumsal Yönetimin Anonim Ortaklıklarda Yansımaları.** Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği ve Deloitte Ortak Yayını. s. 5

TTKT 365. maddede, anonim şirketin yönetim kurulu tarafından yönetileceği ve temsil olunacağı, 367. maddede ise esas sözleşmede düzenlenecek bir hükümle yönetimin; bir veya birkaç yönetim kurulu üyesine veya üçüncü kişilere bırakılabileceği ancak 375. maddede ise şirket örgütünün belirlenmesi, şirketin üst düzeyde yönetimi ve bunlarla ilgili talimatların verilmesi, muhasebe ve finans denetimi gibi temel konuların yönetimin devredilemez ve vazgeçilemez görevleri olduğu belirtilmiştir.

TTKT 392. maddeye göre, her yönetim kurulu üyesi şirketin tüm iş ve işlemleri hakkında bilgi isteyebilecek, soru sorabilecek ve inceleme yapabilecektir.

TTKT 397. maddede, anonim şirketin ve şirketler topluluğunun finansal tablolarının denetçi tarafından uluslararası denetim standartlarına göre denetleneceği, denetçinin denetiminden geçmemiş finansal tablolar ve yıllık faaliyet raporunun yok hükmünde olacağı ifade edilmiştir. Denetçiler şirket genel kurulunca seçilecek ve Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi ile web sitesinde ilan edilecektir.

TTKT 411. maddeye göre, sermayenin en az onda birini, halka açık şirketlerde en az yirmide birini oluşturan pay sahipleri; yazılı olarak gerektirici sebepleri ve gündemi belirtmek suretiyle yönetim kurulundan genel kurulun toplantıya çağrılmasını veya genel kurul zaten toplanacak ise karara bağlanmasını istedikleri konuları gündeme koymasını isteyebilirler.

TTKT 412. maddeye göre, pay sahiplerinin çağrı veya gündeme madde konulmasına ilişkin istemlerinin yönetim kurulu tarafından reddedildiği veya isteme yedi işgünü içinde olumlu cevap verilmediği takdirde aynı pay sahiplerinin başvurusu üzerine genel kurulun toplantıya çağrılmasına şirket merkezinin bulunduğu yerdeki Asliye Ticaret Mahkemesi karar verebilecektir.

TTKT 437. maddede, finansal tablolar, konsolide finansal tablolar, yönetim kurulunun yıllık faaliyet raporu, denetleme raporları ve yönetim kurulunun kar

dağıtım önerisinin genel kurulun toplantısından en az onbeş gün önce şirketin pay sahiplerinin incelemesine hazır bulundurulacağı, pay sahibinin genel kurulda yönetim kurulundan şirketin işleri, denetçilerden denetimin yapılma şekli ve sonuçları hakkında bilgi isteyebileceği, verilecek bilgilerin özenli, gerçeğe uygun ve hesap verme ile dürüstlük ilkelerine uygun olması gerektiği üzerinde durulmuştur.

TTKT 438. madde, her pay sahibinin pay sahipliği haklarını kullanabilmesi için gerekli olduğu takdirde ve bilgi alma veya inceleme hakkı önceden kullanılmış ise belirli olayların özel bir denetimle açıklığa kavuşturulmasını gündemde yer almasa bile genel kuruldan isteyebileceğini hüküm altına almıştır.

TTKT 447. maddede, genel kurulun; özellikle pay sahibinin genel kurula katılma, en az oy, dava ve kanunen vazgeçilemez nitelikteki haklarını sınırlandıran veya ortadan kaldıran, pay sahibinin bilgi alma, inceleme ve denetim haklarını kanunen izin verilen ölçü dışında sınırlandıran ve anonim şirketlerin temel yapısını bozan veya sermayenin korunması hükümlerine aykırı olan kararlarının batıl olduğu belirtilmiştir.

TTKT 515. maddede, anonim şirketlerin finansal tablolarının Türkiye Muhasebe Standartlarına göre şirketin malvarlığını, borç ve yükümlüklerini, özkaynaklarını ve faaliyet sonuçlarını tam, anlaşılabilir, karşılaştırılabilir, gereksinimlere ve işletmenin niteliğine uygun bir şekilde şeffaf ve güvenilir olarak, gerçeği dürüst, aynen ve aslına sadık surette yansıtacak tarzda (dürüst resim ilkesi) çıkarılacağı belirtilmiştir.

TTKT 552. maddede bir anonim şirket kurmak veya şirketin sermayesini artırmak amacı ve vadiyle halktan para toplanabilmesi için Sermaye Piyasası Kurulu'ndan izin alınacağı, aksi halde, SPK para toplanması girişiminin ve başlanmışsa para toplanmasının tedbiren hemen durdurulmasını veya toplanan paraların koruma altına alınmasını ve gerekli diğer önlemlerin uygulanmasını Ankara Ticaret Mahkemesi'nden isteyebilecektir.

TTKT 554. maddede ise şirketin yılsonu ve konsolide finansal tablolarını, raporlarını, hesaplarını denetleyen denetçiler ile şirketin kuruluşunu, sermaye artırımını, azaltılmasını, birleşmeyi, bölünmeyi, tür değiştirmeyi, menkul kıymet ihracını veya herhangi bir diğer şirket işlem ve kararını denetleyen işlem denetçilerinin veya özel denetçilerin; kanuni görevlerinin yerine getirilmesinde kusurlu hareket etmeleri halinde, hem şirkete hem de pay sahipleri ile şirket alacaklılarına karşı verdikleri zarar dolayısıyla sorumlu oldukları ve kusurun iddia eden tarafından ispatlanacağı ifade edilmiştir.

Yukarıda verilen Tasarı'daki hükümlerin incelenmesinden "4.5. OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri ve Türk Hukuk Sistemi" bölümünde yer verilen ve mevcut hukuk sisteminde yetersiz olarak görülen bir çok hususun yeni TTK Tasarısı ile daha etraflıca düzenlendiği sonucuna ulaşılmaktadır. Ancak özellikle belirtilmelidir ki, söz konusu hükümler; yeni TTK Tasarısı'nın maddeleri niteliğindedir ve yasalasamadıkları sürece mevcut hükümler cari olacaktır. Genel olarak değerlendirildiğinde ise, Türk Ticaret Kanunu Tasarısı'nın oldukça radikal bir çok yeni hükümler getirdiği ve yasalasması halinde özellikle kurumsal yönetimin tüm anonim şirketlerde yerleşmesi anlamında işletmeleri bu yöne sevkedecek pek çok düzenlemeyi bünyesinde barındırdığı, sözkonusu değişime uyum sağlama kararlılığını gösteren şirketlerin daha güçlü aktörlere dönüşerek önemli yararlar elde edebilecekleri söylenebilecektir.

2.5.KURUMSAL YÖNETİMİN SORUNLARIN ÇÖZÜMÜNE KATKISI

Özellikle borsaya kote edilmiş hisseleri halka arz edilmiş anonim şirketlerin denetimlerinin daha özel bir yapıya sahip bağımsız denetimden geçmesi, kamusal denetimlerinin daha sıkı kurallara bağlanması ya da geleneksel denetim kurullarının varlığına rağmen bu şirketlerin bilanço ve kamuya açık verilerinin yeterli ölçüde güvenilir ve sağlıklı olmadığı bir çok ülkede ortaya çıkan skandallar sayesinde anlaşılmış ve geleneksel anonim şirket yönetim modeli tartışılmaya başlanmıştır. Düzenleyici otoritelerin "nasıl sistemler, kurallar ve kurumlar tasarlanmalıdır ki şirket yöneticileri şirket varlıklarını kendi çıkarlarına uygun bir şekilde kullanmak yerine

hissedarların menfaatlerine uygun bir biçimde kullanmaya teşvik edilebilirsin?" sorusuna cevap olarak "kurumsal yönetim" verilmektedir. Tartışmaların hemen tüm ülkelerde sorunun kaynağını tespit etmeye yöneldiği görülmekle birlikte hepsinin üst başlığının "Corporate Governance – Kurumsal Yönetim İlkeleri" adını taşıdığı görülmektedir. Güç boşluğu da dahil olmak üzere özellikle halka açık anonim şirketlerde bir çok sorunun çözümü olarak olarak görülen "Kurumsal Yönetim İlkeleri" ilk olarak İngiltere'de ortaya çıkmış ve 2000 yılında OECD tarafından "Kurumsal Yönetim İlkeleri" yayımlanmıştır.

OECD kurumsal yönetişimi; şirketlerin sermayelerini verimli bir şekilde kullanmayı garanti eden, şirketlerin ait oldukları toplumun çıkarlarını dikkate almalarını sağlayan, yönetim kurullarına çıkar sahiplerine karşı hesap verme sorumluluğu getiren ve bu yolla şirketlerin toplum yararına faaliyet göstermelerini güvence altına alan yerli ve yabancı yatırımcıların güvenini sağlayarak uzun vadeli sermayeyi çekmeyi kolaylaştıran bir rejim olarak tanımlamaktadır.

Değişik ülkelerdeki kurumsal yönetim kuralları incelendiğinde, uygulamaların ülkelerin özelliklerine göre değişiklik göstermesine rağmen, oluşturulan ilkelerin ortak konular üzerine olduğu görülmektedir. Genel bir değerlendirme yapıldığında, ülkelerde geçerli olan sermaye piyasası düzenlemeleri, şirketler hukuku, muhasebe ve denetim standartları, iflas hukuku, yasal yaptırımlar ve işletme kontrol piyasalarının varlığının kurumsal yönetim uygulamalarını belirlediği görülmekle birlikte bu olgunun kurumsal yönetim düzenlemelerinin birbirinden tamamen farklı öneriler veya ilkeler içerdiği anlamına gelmemesi gerektiği ifade edilmektedir. Birbirinden çok farklı hukuksal sistemlerden gelmiş olsalar bile düzenlemelerinin çoğu birbirine oldukça benzer öneriler içermektedir. Asıl olan düzenlemelerin oluşturulmasında kabul edilen yaklaşım ve temel ilkeleridir. Avrupa Birliği'nde yapılan bir araştırma kurumsal yönetim düzenlemelerinde yer alan ilke ve önerilerin genel olarak birbirine yakınlaşma eğiliminde olduğunu göstermektedir. Nitekim, 1990'lı yılların sonlarına doğru OECD İlkelerini izleyen Almanya, Kore, Fransa, Rusya ve diğer bazı ülkeler tarafından biçimlendirilen en iyi kurumsal yönetim uygulamalarına yönelik ilke ve kurallara

ilişkin ulusal düzenlemelerin kökeni de, OECD kurumsal yönetim ilkelerine dayanmakta ya da büyük ölçüde benzerlikler içermektedir.

SPK, ilk kez Kurumsal Yönetim İlkeleri'ni Temmuz 2003 tarihinde yayımlamış, düzeltilmiş ikinci yayımlanma tarihi ise Şubat 2005 tarihi olmuştur. Kurumsal yönetim İlkeleri'nin yayımlanmasından sonra SPK ve İMKB tarafından bir çok düzenleme yapılmış olup bu düzenlemelerin genel bir bakış açısı ile kurumsal yönetimin ülkemizde yerleşmesi yönünde oldukça önemli adımlar olduğu düşünülmektedir. SPK'nın halka açık şirketlere yönelik uyum beyanı düzenlemesi, Borsa Yönetim Kurulu'nca İMKB Kurumsal Yönetim Endeksi oluşturulması, SPK lisansı alan kuruluşlar tarafından kurumsal yönetim derecelendirme faaliyetlerinin başlatılması, denetimden sorumlu komite oluşturulmasının zorunlu hale getirilmesi, birikimli oy kullanımına ilişkin esasların belirlenmesi gibi gelişmeler SPK'na tabi anonim ortaklıklarda kurumsal yönetim uygulamalarının yerleştirilmesine yönelik olarak yapılan bir kısım olumlu gelişmelerdir.

2005 yılında tamamlanarak TBMM Adalet Komisyonu'ndan geçen Türk Ticaret Kanunu Tasarısı kurumsal yönetim anlayışını tüm anonim ortaklıklar açısından kabul etmektedir. Kapalı anonim ortaklıklar açısından kurumsal yönetim ilkesinin öngörülmesi, bir reform niteliğini taşımakta, bu reform, halihazırda kurumsal bir şekilde örgütlenmemiş ve iyi yönetilmeyen anonim ortaklıklar bakımından zorunlu bir uyum sürecini beraberinde getirmektedir. TTK Tasarısına yönelik bazı tepkiler de, bu noktada odaklanmaktadır. Nitekim bazı kesimler, bu uyum sürecinin şirketler bakımından oldukça zahmetli olacağını ileri sürmektedir. Her reformda yaşandığı gibi bu reformun da ayrıntılı bir dönüşüm sürecini gerektirdiği aşikardır. Şu kadar ki, kurumsal yönetim konusunda uzun süredir yol alan bazı gelişmiş ülkelerde bile tüm yönleriyle kabul edilmeyen modern bir anlayışın Türk Hukukunda benimsenmesi ve kapalı anonim ortaklıklar açısından dahi "örgütlenme ve yönetim" standartlarının yükseltilmesi oldukça önemli bir adımdır.

Diğer taraftan, TTK Tasarısı'ndaki hükümlerin incelenmesinden mevcut hukuk sisteminde yetersiz olarak görülen bir çok hususun yeni TTK Tasarısı ile

daha etraflıca düzenlendiği sonucuna ulaşılmaktadır. Ancak özellikle belirtilmelidir ki, söz konusu hükümler; yeni TTK Tasarısı'nın maddeleri niteliğindedir ve yasalaşmadıkları sürece mevcut hükümler cari olacaktır. Genel olarak değerlendirildiğinde ise, TTK Tasarısı'nın bir çok yeni hükümler getirdiği ve yasalaşması halinde kurumsal yönetimin tüm anonim şirketlerde yerleşmesi anlamında işletmeleri bu yöne sevkedecek pek çok düzenlemeyi bünyesinde barındırdığı, sözkonusu değişime uyum sağlama kararlılığını gösteren şirketlerin daha güçlü aktörlere dönüşerek önemli yararlar elde edebilecekleri söylenebilecektir.

Kurumsal yönetimin ana temelleri; doğruluk (hakkaniyet), şeffaflık (kamuyu aydınlatma), iç sorumluluk (hesap verebilirlik) ve dış sorumluluk olarak sıralanmakta ise de bu ilkelerin hayata geçmesi için dürüstlüğün şart olduğu açıktır. Kurumsal yönetime vekalet sorunlarından azınlık haklarına, şeffalıktan menfaat sahiplerine kadar oldukça geniş bir alandaki tüm sorunların çözüm noktası şeklinde yaklaşılmakta ise de bu konudaki başarının; öncelikle ilkelerin uygulayıcılar tarafından benimsenmesine ve içtenlikle uygulanmalarına bağlı olduğu düşünölmektedir.

ÜÇÜNCÜ BÖLÜM

TÜRKİYE'DE REEL SEKTÖR

VE

ÇOK ORTAKLILIK

3.1.ÇOK ORTAKLI ŞİRKETLER

1960'ların ikinci yarısında yaygınlaşmaya başlayan ve "İşçi Şirketi", "Halk Şirketi", "Hemşehri Şirketi" vb isimlerle anılan ve bunların hepsini kapsayan "Çok Ortaklı Şirketler" ile ilgili hukuki düzenlemelerde bir kavram birliği oluşmamıştır. Bazı kuruluşlarca değişik tanımlamalar yapılmış olup bunlara aşağıda yer verilmektedir.

Devlet Sanayi ve İşçi Yatırım Bankası'nın kurulması ile ilgili yetki Kanunu'nda, ödenmiş sermayesinin % 5'inden fazlasına hiç bir ortağın sahip olmadığı, en az 250 ortaklı girişimci kuruluşların ÇOŞ sayılacağı yer almaktadır.²⁰²

1973 yılından itibaren yıllık programlarda halka açık anonim şirketler tanımı yapılmış ve 1975 yılı programında²⁰³ yüzde yüz halkın iştiraki ile kurulan ortak sayısı en az 100 ve her ortak için hisse oranı tavanı, şirket sermayesinin % 10'u olan, hisse senetlerinin tamamının nama yazılı olduğu, imtiyazlı hisse senedinin bulunmadığı şirketler, "Çok Ortaklı Şirket" olarak belirtilmiştir.

T.C. Merkez Bankası'nca; en az 100 ortağı bulunan kamu kurumlarının, yurt içi ve yurt dışı finans kurumlarının, kooperatifler ve üst kuruluşları ile genel teşvik tablosunda tarifli verilen şirketlerin dışında hiç bir ortak veya sermaye grubunun % 10'dan fazla hisseye sahip olmadığı, pay senedi bedelini dövizle ödeyenler dışında hiç

²⁰² Resmi Gazete, 17.07.1975, No: 15298, s.14

²⁰³ Devlet Planlama Teşkilatı, 1975 Yılı Programı, No: 1397, Ankara, 1975

bir ortağa, gerek yönetimde gerek kar dağıtımında imtiyaz tanımayan şirketler, ÇOŞ olarak tanımlanmıştır.²⁰⁴

1980 yılında DPT tarafından, ÇOŞ'ler içinde yer alan "Halka Açık Anonim Şirketlerin" tanımı yapılmış olup buna göre HAAŞ; ortak sayısı en az 200 ve azami hisse oranı bir ortak veya sermaye grubu için şirket sermayesinin en çok % 10'u olan ve imtiyazlı hisse senedi bulunmayan şirkettir.²⁰⁵

5422 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu'nun 3332 sayılı Kanun'la değişik 25. maddesinde HAAŞ için vergi oranında indirimler öngörülmüştür. Buna göre; ödenmiş sermayesinin hemen tamamına yakını sermayedeki payları % 1'in altında olan 200'den fazla gerçek ya da tüzel kişiye ait olan şirketler HAAŞ olarak kabul edilmiş ve bunların kurumlar vergilerinin % 30'a indirilmesine Bakanlar Kurulu yetkili kılınmıştır.

En az ortak sayısı bakımından birbirinden farklı tanımlar sunan yukarıda yer verilen mevzuat metinlerinin yanında 1981 tarihli Sermaye Piyasası Kanunu "ortak sayısının 100'den fazla olduğu herhangi bir şekilde tesbit olunan anonim şirketlerin hisse senetleri halka arz olunmuş sayılır" hükmünü getirmiş ve yurtiçi ve yurtdışında olup olmadıklarına bakılmaksızın 100'den fazla ortağı bulunan ÇOŞ'lerin her halükarda Sermaye Piyasası Kanunu hükümleri çerçevesinde hisse senetleri halka arz edilmiş ortaklıklardan kabul edilerek yine bu Kanun'la getirilen ilave yükümlülüklerle tabi olunacağını belirtmiştir.

Sonuç olarak ülkemiz iktisadi hayatında bir dönem önemli roller üstlenmiş olan ÇOŞ'e ilişkin tanımlarda değişik kurumlar tarafından farklı özellikler öngörüldüğü ve bu tanımların da dönem içinde değişikliklere uğradığı gözlemlenmektedir.

Tezimizin izleyen bölümlerinde kullanılan çok ortaklı şirket kavramı ile hakim ortağı olmayan işletmeler kastedilmektedir. Bazı işletmeler için sermaye payının büyük bir kısmı veya tamamına dernek, sandık, vakıf gibi başka çok ortaklı bir organizasyonun sahipliği sözkonusu olabilmekte ve bu yapılarda da nihai

²⁰⁴ Desiyab Devlet Sanayi İşçi Yatırım Bankası, **Çok Ortaklı Şirketler Envanter Çalışması**, Ankara, 1983, s.26

²⁰⁵ **Resmi Gazete**, 23.03.1980, No.16938, s.22

değerlendirmede mülkiyet anlamında çok ortaklı şirket yapısı ortaya çıkabilmektedir. Bu çerçevede, bahsedilen sermaye sahipliğinin geçerli olduğu tüm yapılar için olmasa da benzer değerlendirmelerin bu tarz işletmeler için de geçerli olabileceği düşünülmektedir.

3.2. 1960-1980 DÖNEMİ ÇOK ORTAKLI ŞİRKETLERİN TÜRLERİ, GELİŞİMİ ve ÖZELLİKLERİ

Ülkemizde ÇOŞ olgusunun ortaya çıkışı ve yaygınlaşması 1960'lı yılların sonlarına rastlamaktadır. Bu çerçevede 1980'li yıllara kadar önemli bir ivme kazanan bu gelişim 1980 yılından sonra önemini tamamen kaybetmiştir. 1980'li yılların sonuna doğru ortaya çıkan ÇOŞ ise önceki deneyimlerden farklı esas ve uygulamalara sahip kar zarar ortaklığı sistemi olarak adlandırılabilir, kötüye kullanıma oldukça açık bir yapıdır ki, bu nedenle ayrı başlıklar halinde incelenmesi daha doğru olacaktır. Bu çerçevede; aşağıda öncelikle 1960-1980 arasındaki dönemde kurulan ÇOŞ ile ilgili hususlara değinilecek, 1980 sonrasındaki ÇOŞ modelleri ise ayrı bir başlık altında değerlendirme konusu yapılacaktır.

3.2.1. 1960-1980 Döneminde ÇOŞ Türleri

1960 yılından sonra hızla çoğalan ÇOŞ'ı aşağıdaki gibi gruplandırabiliriz.

3.2.1.1. İşçi Şirketi

Sermaye çoğunluğu işçilere ait olan ya da ortaklarının çoğunluğu işçilerden oluşan halk ortaklıklarına "İşçi Şirketi" denilir. Bu tanımın anonim ortaklıklar kadar kooperatifleri de kapsayacak genişlikte olduğu belirtilmektedir. Halk ortaklıkları arasında işçi şirketleri özel bir yer tutar. 1960'lı yıllarda kurulan en önemli halk ortaklıkları, hatta halk ortaklıkları hareketine öncülük eden ortaklıklar, işçi ortaklıklarıdır. Gerçekten, özellikle yurt dışında çalışan Türk işçilerinin

tasarruflarıyla kurulan anonim ortaklıklar en tipik halk ortaklıklarıdır.²⁰⁶ Bu çerçevede, işçi şirketi olarak kurulan şirketlerin önemli bir bölümünün ÇOŞ niteliği taşıdığı gözlemlenmektedir.

1979 yılında İşletmeler Bakanlığı tarafından yapılan bir çalışmada²⁰⁷, işçi şirketleri; çok ortaklı anonim şirketlerden ortaklarının % 50'sinden fazlası yurtdışındaki işçilerden oluşan şirketlerdir, şeklinde tanımlanırken Devlet Sanayi ve İşçi Yatırım Bankası'nca 1986 yılında yapılan envanter çalışmasında; Türk yasalarına tabi bir anonim şirket olup sermayesinin en az % 25'ine yurt dışında çalışan veya çalışmış Türk işçilerinin sahip olduğu, (Desiyab'ın iştirak ettiği şirketlerde işçilerin payı % 10 olabilir) bir gerçek kişinin sermaye payının % 20'den, bir tüzel kişinin sermaye payının (Desiyab hariç) % 49'dan fazla olmadığı şirketler işçi şirkettir²⁰⁸ şeklinde tanımlanmış, Türkiye ve F.Almanya Hükümetleri Arası Ortak Çalışma Grubu ise yardım alacak işçi şirketlerini; yurt dışında çalışan veya yurda kesin dönüş yapan işçilerin sermayedeki paylarının kuruluş aşamasında en az % 51 yatırım aşamasında en az % 30 (Çalışma grubunun gerekli gördüğü hallerde % 30'un altında olabilir) olduğu, pay sınırı açısından, hiç bir gerçek kişinin % 20'den fazla, hiç bir tüzel kişinin % 40'dan fazla paya sahip olmadığı şirketler olarak tanımlamıştır.²⁰⁹

Cumhuriyetle birlikte sanayileşme çabalarına başlayan ve fakat istenilen ölçüde sanayileşemeyen Türkiye'nin bir an önce bu aşamaya gelmesine yardımcı olmak için yurt dışında çalışan işçiler; kendi aralarında birleşerek şirketler kurmayı, yatırım yapmayı ve böylelikle ülke ekonomisine dolaysız olarak katkıda bulunmayı yeğlemişlerdir. İşçilerin yurda dönüşlerinde işsiz kalmak istememeleri, 1973 yılında Avrupa'da ortaya çıkan iş krizleri, işçi dövizini girişlerini artırmak amacıyla çok ortaklı şirketlere ayrıcalıklar tanınması gibi nedenler yanında mülkiyetin yaygınlaştırılması çabaları, çalışanların yönetime katılması ve işletmeye ortak edilmesi konularındaki olumlu gelişmeler, işçi şirketleri hareketini başlatan ve geliştiren etkenlerdir.²¹⁰

²⁰⁶ Hikmet Sami Türk, "Halk Şirketi ve İşçi Şirketi Kavramları", **Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, 1980, s.31.

²⁰⁷ İşletmeler Bakanlığı, **Halk Girişimleri Anket Sonuçları**, Ankara, 1979, Yayın No:3, s.15

²⁰⁸ Desiyab Devlet Sanayi İşçi Yatırım Bankası, **Çok Ortaklı Şirketler Envanter Çalışması**, Ankara,1986, s.5

²⁰⁹ Desiyab Devlet Sanayi İşçi Yatırım Bankası, **Çok Ortaklı Şirketler Envanter Çalışması**, Ankara,1983, s.26

²¹⁰ Halk Girişimleri Anket Sonuçları, s.10

3.2.1.2.Hemşeri Şirketi veya Bölgesel Kalkınma Şirketi

Hemşeri şirketi veya bölgesel kalkınma şirketi şeklinde ifade edilen ÇOŞ'ler; yurt dışında çalışan veya çalışmış olan, aile bağları sosyal ve kültürel ilişkileri v.b nedenlerle aynı yöreden sayılan işçiler ile yurtdışında çalışmamakla birlikte yine aynı bölge, il, ilçe veya köyden olan kişilerin küçük tasarruflarını bir araya getirerek kurdukları şirketlerdir.²¹¹ Dolayısıyla ortaklarının çoğunluğu belirli bir yörenin, belirli bir bölgenin insanlarından oluşan bir işçi ortaklığı aynı zamanda hemşeri şirketi niteliğindedir. Nitekim Türkiye'de aynı bölgeden yurt dışına giden işçilerce kurulan anonim ortaklıklar, önceleri genellikle hemşeri şirketi olarak adlandırılmıştır. Ayrıca, aslında yöresel tasarrufları ortak yatırımlara yöneltmeyi amaçlayan “bölgesel kalkınma şirketi – bölgesel kalkınma ortaklığı” kavramı da, ortaklarının coğrafi ya da mülki kökeni itibariyle hemşeri şirketi ile eş anlamlıdır.²¹²

3.2.1.3.Halk Şirketi

Çok ortaklı anonim şirketlerden, ortaklarının % 50'sinden fazlasını yurt içindeki vatandaşların oluşturdukları şirketler Halk Şirketi olarak adlandırılmaktadır. Anasözleşmelerinde genellikle hiçbir pay sahibinin belirli bir oranın veya miktarın üstünde pay alamayacağı yolunda hükümler bulunan, diğer anonim ortaklıkların bu arada halka açık anonim ortaklıkların anasözleşmelerinde oldukça sık rastlanabilen oy ve yönetim hakkı ayrıcalıklarıyla kar ve tasfiye payı ayrıcalıklarına, kurucu paylarına yer verilmeyen, hamiline yazılı pay senetleri yerine devir yetenekleri daha az olmakla birlikte kendilerine özgü toplumsal özellikleri ile ortaklarının en çok pay oranı veya miktarı gibi diğer özelliklerini koruma olanağı veren nama yazılı pay senetlerini yeğleyen anonim ortaklıklar; ÇOŞ'ler arasında halka açık anonim ortaklıklardan farklı yönlerini belirtmek üzere “halk anonim ortaklığı” veya “halk şirketi” olarak tanımlanmaktadır.²¹³

²¹¹ Abdullah Yavaş, **İşçi ve Halk Şirketlerinin Türk Sermaye Piyasasındaki Yerleri**, SPK Araştırma Raporu, Ankara, 1989, s.2.

²¹² Türk, s.309

²¹³ Hikmet Sami Türk, “Halk Şirketi ve İşçi Şirketi Kavramları”, **Desiyab 2. Sempozyumu**, Desiyab Yayını, No:4, 1981, s.33

3.2.1.4.Halka Açık A.Ş.

ÇOŞ'lere ilişkin yazında birbirinden farklı tanımlamaların ortaya çıkarttığı kavram karışıklığı Halka Açık A.Ş.'lere ilişkin tanımlamalarda da mevcut olup, buna göre en az 100 ortaklı olan fakat daha önce yapılan şirket tanımlamalarına uyum göstermeyen şirketler (Örneğin imtiyazlı hisse senetlerinin varlığı ya da % 2, % 5 gibi belli oranların üstünde pay senedine sahip ortakların bulunması) Halka Açık A.Ş. olarak kabul edilmektedir. Bu şirketler içinde daha önce işçi şirketi veya halk şirketi olarak kurulmuş olup da daha sonra sermayesinin önemli bir kısmını alacaklı bankalara, KİT'lere veya özel sektöre intikal ettirmiş olan şirketler ile sermayenin ve dolayısıyla yönetimin bir grubun elinde olduğu ortaklıklar bir başka deyişle başlangıcından itibaren halka açık anonim şirket olan şirketler yer almaktadır.²¹⁴

Çok ortaklı şirketlerin aynı zamanda Halka Açık A.Ş.'ler olması bunun tersinin ise her zaman doğru olmaması bir başka deyişle her Halka Açık A.Ş.'nin aynı zamanda ÇOŞ olmaması, kavram karmaşıklığına yol açan önemli bir etmen olarak değerlendirilmektedir. Daha açık bir ifadeyle 100'den fazla ortağı olan bir anonim şirket halka açık bir anonim şirket olmakla birlikte ortaklığın pay dağılımında ve yönetiminde etkin bir kişi veya grubun varlığı sözkonusu ise bir ÇOŞ'den bahsetmek mümkün olamayacaktır.

3.2.2. 1960-1980 Dönemindeki Çok Ortaklı Şirketlerin Özellikleri

1960-1980 arasında kurulan ÇOŞ'in genel özellikleri aşağıdaki şekilde gruplandırılabilir.

3.2.2.1.Şirket Mülkiyetinin Tabana Yaygın Olması

Ülkemizde işçi şirketleri olgusu sınai mülkiyetin tabana yaygınlaştırılması düşüncesinden hareketle ortaya çıkmıştır. Bu çerçevede halk girişimleri için başında

²¹⁴ Halk Girişimleri Anket Sonuçları, s.15

yani girişim aşamasında küçük tasarruf sahiplerinin tasarlayıp başlattıkları ve işletme aşaması ile yönetimde karar gücünü sürdürdükleri ve yönetimin bir sermaye grubunun eline geçmesinin önlenmeye çalışıldığı girişimlerdir.

Halk ve işçi girişimi olarak adlandırılan ortaklıkların; modern anlamda işgücü ile sermayenin aynı ellerde olduğu (işçi işveren ayrımının olmadığı) yeni bir girişim türü olduğu iddia edilmiş olup bu yapının da geniş halk kitlelerinin tasarrufları ile ortaya çıkması sözkonusudur.²¹⁵ Bu tarz bir yapılanmanın sosyal adalet ilkesine daha uygun bir kar bölüşümü dolayısıyla daha adil bir gelir dağılımı ve coğrafi olarak daha yaygın ve sektörel olarak tekelden uzak, daha yaygın bir üretim kalıbı ortaya çıkaracağı üzerinde durulmuştur.²¹⁶

Desiyab tarafından 1986 yılında hazırlanan Rapor'a göre, değerlendirmeye alınan 486 şirketin ortaklık yapısı yurtiçi ve yurtdışından ortak olan hissedarlara göre aşağıdaki şekildedir.

ORTAKLAR	ORTAK	
	SAYI	%
Gerçek Kişi	386.011	99,5
-Yurt İçi	263.200	67,8
-Yurt Dışı	122.811	31,7
Tüzel Kişi	1.914	0,5
Toplam	387.925	100,0

Tablo 1 : 1986 Yılı Ortak Sayıları

Kaynak: Desiyab Devlet Sanayi İşçi Yatırım Bankası, **İşçi Şirketleri Çok Ortaklı Şirketler Halka Açık Şirketler Envanter Çalışması Raporu**, Ankara, 1988, s.2

Buna göre, yaklaşık dörtüzyüzbin ortağın sahipliği sözkonusu olup yine anılan Rapor'a göre, ülkemizde ikamet eden gerçek kişiler 448 şirkete ortak iken yurt dışında çalışan iştirakçiler ise toplam 239 şirkette hissedardır.²¹⁷

²¹⁵ Beşir Hamitoğulları, "Türkiye'nin Sanayileşmesinde Halk ve İşçi Şirketlerinin Rolü ve Geleceği", **Desiyab 2. Sempozyumu**, Yayın No:4, Ankara, 1982, s.69

²¹⁶ Ali Nejat Ölçen, **Halk Sektörü Açık Oturumu Bildirileri**, 21.06.1974, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Yayın No:116, s.86

²¹⁷ Desiyab Devlet Sanayi İşçi Yatırım Bankası, **İşçi Şirketleri Çok Ortaklı Şirketler Halka Açık Şirketler Envanter Çalışması Raporu**, Ankara, 1988, s.2

3.2.2.2.Ortakların Sahip Olabileceği Pay Oranının Sınırlandırılmış Olması

ÇOŞ'lerin niteliklerini koruyabilmeleri ve mülkiyetin tabana dağıtılması ilkesinin yerine getirilebilmesi için şirket sözleşmelerinde, her ortağın en fazla satın alabileceği hisse senedi miktarını sınırlayan hükümlerin yer alması gerekir. Bahse konu sınırlamalar, işçi ve halk şirketlerinin tanımlarına da girmiş ve örneğin Desiyab Devlet Sanayi ve İşçi Yatırım Bankası'nca yapılan tanımlamalarda bir gerçek veya tüzel kişinin bu tür ortaklıklarda sahip olabileceği azami hisse senedi miktarı belirtilmiştir.

Küçük tasarrufların değerlendirilmesi amacı ile kurulan çok ortaklı şirketlerde, yönetimin sınırlı sayıdaki kişilere sermaye avantajı ve ortaklık payının fazlalığı sayesinde geçişini önlemek, Devlet teşviklerinden yararlanmanın bir şartı olarak öngörölmüş olması Desiyab tarafından yapılan ve paylara göre ortaklık yapısını belirleyen çalışmada aşağıdaki şekilde görölmektedir.²¹⁸

Bir Gerçek Kişinin Payı	Şirket Sayısı
% 10'un Altında Olan	396
% 10-20 Arasında Olan	74

Tablo 2 : Pay Sahipliği Oranları

Kaynak: Desiyab Devlet Sanayi İşçi Yatırım Bankası, **İşçi Şirketleri Çok Ortaklı Şirketler Halka Açık Şirketler Envanter Çalışması Raporu**, Ankara, 1988, s.2

Buna göre, çok ortaklı şirketlerin yaklaşık % 85'i gerçek kişilerin paylarının % 10'un altında olduğu ortaklıklardır.

3.2.2.3.Hisse Senetlerinin Çoğunluğunun Nama Yazılı Olması

Yöresel kalkınma kaygılarının hakim olduğu ÇOŞ'lerde ortakların bilinen kişilerden oluşması veya şirketlerin yabancıların eline geçmesinin önlenmesi fikri; hisse senetlerinin de nama yazılı olması sonucunu beraberinde getirmiştir. Böylece hisse senetlerinin el değiştirmesini izlemek mümkün olabilmektedir. Ayrıca bu özellikleri

²¹⁸ Ramazan Uludağ, **Türkiye'de Kurumlaşmanın Teşviki ve Gelişmesi**, Maliye ve Gümrük Bakanlığı, Yayın No:292, Ankara, 1987, s.15

nedeniyle de sınırlamaya tabi olan edinilebilecek maksimum pay miktarı da kontrol altında tutulabilmekte, belli bir kişi veya grubun hakim bir konuma gelmesi engellenebilmektedir.

3.2.2.4. Herhangi Bir Ortak ve Sermaye Grubuna Ayrıcalık Tanınmamış Olması

ÇOŞ'ler ile ilgili temel düşünce olan sınai mülkiyetin tabana yayılması düşüncesinin bir yansıması olarak imtiyazlı pay senedi uygulamasına yer verilmemiştir. Bir başka deyişle Ticaret Kanunu hükümleri çerçevesinde kurucu veya ortaklardan bir kısmına kar dağıtımı veya yönetimde ayrıcalıklar tanınması anasözleşmeler ile ortadan kaldırılmıştır. Daha önce de belirtildiği gibi yönetimin bir sermaye grubunun eline geçmesinin önlenmesi şeklindeki temel düşünce, uygulamada anasözleşmelerde bu yöndeki düzenlemelerle sağlanmıştır.

Halk ortaklıklarında, kurucu hisselerle oy, hisse veya yönetimde sınırları belirtmek suretiyle ayrıcalıkların tanınması gerektiği böylece sermayenin daha iyi yönetileceği yönünde ileri sürülen görüşler, uygulamada taraftar bulamamıştır.²¹⁹

3.2.2.5. Kuruluş Yeri Seçiminde Bölgesel ve Yöresel Tercihlerin Ağırlık Kazanması

Batı Avrupa ülkelerine 1960'lı yıllarda başlayan işgücü hareketinin 1970'li yıllarda önemli boyutlara ulaşması ve sınai mülkiyetin tabana yayılması ve halk girişimi düşüncesi çerçevesinde oluşturulan işçi şirketlerinin kuruluş yerlerinin seçiminde de yöresel tercihleri ön planda tuttuğu görülmektedir.

3.2.2.6. Kurucuların Alışılmış Anlamda Girişimci Niteliği Taşımaması

ÇOŞ'lerin kurucuları, alışılmış anlamda girişimci niteliğe sahip insanlar değildir. Genellikle sanayicilik deneyimi olmayan, ancak sanayileşmeye karşı güçlü bir özlem ve

²¹⁹ Haydar Arseven, **Halka Açık Anonim Ortaklıklar ve Halk Sektörü Açık Oturumu Bildirileri**, 21.06.1974, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Yayın No:116, s.16

istek duyan yerel önderlerin kurucuları oluşturduğu görülmektedir. Devlet Planlama Teşkilatı tarafından yapılan bir çalışma, ÇOŞ'lerin kurucularının tüccar, memur, sanayici, işçi ve esnaflardan oluştuğunu ortaya koymuştur.²²⁰ Ayrıca, bu şirketlerin pek çoğunun mahalli esnaf ve eşrafın yönetiminde kalmaları nedeniyle başarılı olamadıkları da ifade edilmektedir.²²¹

3.2.3. 1960-80 Döneminde Çok Ortaklı Şirketlerin Ülkemizdeki Gelişimi

1960'lı yılların ikinci yarısında sermaye piyasası alanında cereyan eden Hastaş olayı; özel kesim şirketlerce ihraç edilen hisse senetlerine olan güveni sarsıcı özellikleri dolayısıyla özel bir anlam taşımaktadır. Anılan dönemde Hastaş adıyla ortaya çıkan şirket, faaliyet konusu olarak yurdun çeşitli kesimlerinde hastane ve başka sağlık tesisleri inşa ederek bunları son derece iyi şartlarda ortaklarının istifadesine sunacağını ve yüksek karlar dağıtacağını ilan ve reklam edip, başta sağlık alanında çalışanlar olmak üzere vatandaşlara önemli miktarda hisse senedi (geçici ilmuhaber) satmış ve para toplamıştır. Fakat şirket, bir süre sonra amaçladığı konuda herhangi bir faaliyet gösteremeyerek, ağır eleştiri ve suçlamalara yol açan bir bunalım içine girmiş, sonunda iflas ederek, geniş bir halk kitlesinin yatırdığı paraları kaybetmelerine neden olmuştur. Hastaş olayı, borsa da değil, sadece birinci el sermaye piyasasında cereyan etmiştir. Ancak, sermaye piyasası düzenleme çalışmalarının yapıldığı bir döneme rastlayan sözkonusu teşebbüsün bu şekilde başarısızlıkla sonuçlanması; tasarruf sahiplerinde bu gibi şirketlere ve hisse senedi şeklindeki yatırım araçlarına duyulan güveni baltalayarak, serbest piyasada yeni yatırım faaliyetlerinin ortaya çıkmasını geciktirmiştir. Bu durum, halka açılan bir anonim şirkette özellikle küçük tasarruf sahibi ortakların haklarının korunmasında mevcut yasal düzenin ne kadar yetersiz kaldığını da gözler önüne sermiştir.²²²

Türkiye'nin sanayileşmesinde, Hastaş olayının ortaya çıkardığı ve küçük tasarruf sahiplerinin oldukça etkilendiği olumsuz ekonomik yapı içinde, 1960'lı

²²⁰ Devlet Planlama Teşkilatı, **Çok Ortaklı Şirketler**, Ankara, 1975, No: 1463, s.41.

²²¹ Karşlı, s.37

²²² Azmi Fertekligil, **Türkiye'de Borsa'nın Tarihçesi**, İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, İstanbul, 2000, s.192

yılların sonlarına doğru yepyeni bir sanayi girişimi dikkati çekmeye başlamıştır. Bu da, yurt dışına çalışmaya gitmiş olan işçiler tarafından başlatılmış "Çok Ortaklı Şirketler" olgusudur. ÇOŞ'ler; yurt dışındaki işçilerin tasarrufları ile kurdukları işçi şirketi düşüncesi ile başlamış, halk şirketi ve halka açık A.Ş.'ler, gelişme trendindeki diğer yapı taşlarını oluşturmuşlardır.

İlk işçi şirketi Köln'de 2.300 hissedar ile kurulan Türksan olmuştur. 1966 yılında duvar kağıdı ve diğer kağıt mamulleri üretimine başlamıştır. İkinci işçi şirketi 1967 yılında plastik ürün ve torba üretimine başlayan İşbir Holding'tir. 1972 yılına gelindiğinde yalnızca Almanya'da 28.200 hissedara sahip 28 işçi şirketi bulunmaktadır.²²³ Türksan girişimi büyük ilgi uyandırmış ve yurt dışındaki Türk işçilerinin başlattığı "İşçi Şirketleri" olgusu, önemli bir kısmı aynı yörenin insanlarından oluşan "Hemşeri Şirketleri" şeklinde devam etmiştir. Örnek olarak 1969-1970 yıllarında 683 ortaklı Konya Döküm Makine Sanayi, 965 ortaklı Meytaş Kireç ve Tuğla Sanayi, 720 ortaklı Meray Yağ Sanayi gibi bir çok firma kurulmuştur. Kamu ve özel sektörün dışında halk sektörü olarak adlandırılan üçüncü sektöre ilişkin teşviklerin etkisiyle 1972-1976 yılları arasında kurulan ortaklıkların sayısında hızlı bir artış ortaya çıkmıştır. Bu dönemde kurulan ortaklıklardan bazıları, 546 ortaklı Gürtaş Gıda Ürünleri Sanayi, 3200 ortaklı Tuzmak Tuz Mamulleri ve Kimya Sanayi, 2113 ortaklı Köytaş Tekstil Sanayi, 1070 ortaklı Nastaş Nazilli Deri Sanayi, 4697 ortaklı Gentaş Genel Metal Sanayi olarak verilebilir.²²⁴ Halk girişimlerinin kuruluş yıllarına göre bir değerlendirme yapıldığında da değerlendirme dönemindeki şirketlerin yaklaşık % 75'inin 1972-1976 yılları arasında kurulduğu sonucuna ulaşılmıştır.²²⁵ 1977-80 döneminde halk şirketi kuruluşu konusunda yavaşlama olmuş, 1980'den sonra Desiyab destekli birkaç yatırım dışında şirket kurulmamıştır.

Türkiye Halk Bankası ve Alman yetkililerince 1980 yılı için düzenlenen işçi envanterinde, üretim aşamasında 128, yatırım aşamasında 77, planlama aşamasında 21 işçi şirketi tespit edilmiştir. Bu şirketlerin kayıtlı sermaye tutan 8.286 milyar TL olup toplam 31.193 kişiye istihdam olanağı sağlamaktadır. Toplam ortak sayıları 264.584

²²³ Faruk Şen ve Sedef Koray, **Türkiye'den Avrupa Topluluğu'na Göç Hareketleri**, Türkiye Araştırmalar Merkezi, Köln, 1983, s.81

²²⁴ Halk Girişimleri Anket Sonuçları, s.93

²²⁵ Halk Girişimleri Anket Sonuçları, s.12

olup bunun 127.877'si yurtdışında çalışan işçilerimizdendir ve ortakların % 48'ini teşkil etmektedir.²²⁶ 1983'te 322 şirket , 154.800'ü yurtdışında çalışan toplam 345.000 hissedar tespit edilmiştir. Toplam yatırım sermayeleri ise 2 milyar DM'yi aşmıştır. İşçi şirketi kurma faaliyeti, 1983'te tamamen durma noktasına gelmiştir.²²⁷

Yurt dışında çalışan Türk işçilerinin yapacakları yatırımların, kalkınma planlarında belirlenen hedeflere katkıda bulunması ve bu şirketleşme hareketinin geliştirilmesi için Devlet gerekli önlemleri alma çabasına girmiş ve 1975 yılında DESİYAB Devlet Sanayi ve İşçi Yatırım Bankası kurulmuştur. Buna paralel olarak sözkonusu şirketleri mali yönden desteklemek ve bölgelerarası gelişme farklılıklarının giderilmesine yardımcı olmak için 1972-1973 yıllarından itibaren Devlet Planlama Teşkilatı bünyesinde fon oluşturulmuştur.²²⁸

Bahse konu gelişim, yapılan çalışmalarda detaylı olarak tartışılmış, çözüm önerileri üzerinde durulmuş ve bir takım müspet gelişmeler sağlanmışsa da 1980'li yıllardan sonra işçi şirketlerinin sorunları daha da büyümüş ve işçi teşebbüslerinin önemli bir kısmının işi yürüten bir ekibe sahip olmamaları nedeniyle genellikle bir cemiyet faaliyetine dönüştükleri ve arzu edilen randımanı alamadıkları dile getirilmiştir.²²⁹ Sorunların büyümesi medya da geniş yankı bulmuş halk girişimlerinin “garibanlar şirketi” olarak nitelendirilmesi yanında kötü yönetim, kötü yöneticiler, yapılan istismarlar, cemiyet tarzı yönetim, hatalı kararlar gibi sahipsizliğin ortaya çıkardığı hususlar sorgulama konusu yapılmıştır.²³⁰ Ayrıca yapılan tartışmalarda, bu modelin Türkiye’de başarılı olamayacağı, bu işletmelerin ülke ekonomisi için bir kambur teşkil edeceği de dile getirilmiştir.²³¹

Bu şekilde bir heyecan kaynağı olarak ortaya çıkan başarılı bir girişimin ardından (Türksan A.Ş. örneği) zamanla, sayısı konusunda kesin bir rakam

²²⁶ II. Türkiye İktisat Kongresi, **Dış Ekonomik İlişkiler Komisyonu Tebliğleri**, 2-7.11.1981 İzmir, s.155

²²⁷ Şen ve Koray, s.82

²²⁸ Birol Çetin ve Osman Çevik, **Cumhuriyet Dönemi Şirketleşme Tarihi**, Ankara, 2005, s.38

²²⁹ Turgut Özal, “Sermaye Piyasası Kanunu ve Halk İşçi Şirketleri”, **Desiyab 3. Sempozyumu**, Ankara, 1982, s.19

²³⁰ Servet Ayzeren, “Sermaye Piyasası Kanunu ve Halk İşçi Şirketleri”, **Desiyab 3. Sempozyumu**, Ankara, 1982, s.112

²³¹ Recep Ünal, **Çok Ortaklı Şirketlere Genel Bakış, Sorunlar, Teklifler ve Gerekli Düzenlemeler**, DPT Yayınları, Ankara, 1983, s.3

oluşturulamayan ancak yapılan incelemelerde yaklaşık rakamlarla yetinilen çok sayıda şirket kurulmuş ancak 1980'li yılların ilk yarısına kadar büyük bir çoğunluğu faaliyetlerine son vermek veya hakim ortak kontrolüne geçmek zorunda kalan çok ortaklı şirket denemeleri dönemi kapanmıştır.

Diğer taraftan, Türk reel sektöründe 1960-80 döneminde kurulan çok ortaklı şirketlerden büyük kısmı tasfiye olmuş veya hakim ortak kontrolüne geçmiş olmakla birlikte, başarılı olan az sayıdaki işletmenin başarısının ise bir raslantı olarak halka gönül vermiş, inançlı, birkaç yönetici liderin istisna sayılabilecek varlığına bağlanabileceği belirtilmektedir.²³² Ayrıca çok ortaklı girişimlere sayıları az da olsa rastlanmakla olup örnek olarak Niğde'nin merkeze bağlı Koyunlu beldesi halkının 1975 yılında kurduğu Birleşik Koyunlular Şirketler Grubu (Birko) verilebilir. Birko Grubu; bugün 8 tesis, 1350 çalışan ile yörenin önemli firmaları arasındadır.²³³ 1980'li yıllardan sonra kurulan çok ortaklı firmalara ise Elazığ'da kurulan Mis Holding verilebilir. 1989 yılında 36 yerel işadınının bir araya gelerek oluşturdukları yapı, bugün 700 ortak ve 400 çalışan ile süt fabrikası, çay paketleme tesisi, giyim mağazacılığı ve sigorta işleriyle uğraşan ve büyük yatırım planları üzerinde çalışan bir holdingdir.²³⁴ Kocaeli Sanayici ve İşadamları Derneği üyesi 32 firmanın ortaklığı ile 1996 yılında kurulan ve inşaat, taahhüt ve ticaret işleri ile uğraşan Marmara Güçbirliği Holding A.Ş. ise 1990 sonrasında kurulan çok ortaklı işletmelerdendir.²³⁵

3.2.4. 1960-1980 Döneminde ÇOŞ Faaliyetlerinin Başarısızlıkla Sonuçlanma Nedenleri

Sınai mülkiyetin tabana yayılması düşüncesinin bitişine sebep olan hususlar nelerdir dendiğinde genel olarak işletme sermayesi yetersizliği, yönetim bozukluğu, kuruluş yeri hataları, kalifiye yönetici ve işçi noksanı, kur garantisinin olmaması ve kredi temini güçlükleri gibi bir çok hususun üzerinde durmak gerekli olabilmekle

²³² Beşir Hamitoğulları, "Türkiye'nin Sanayileşmesinde Halk ve İşçi Şirketlerinin Rolü ve Geleceği", **Desiyab 2. Sempozyumu**, Ankara, 1981, s.83

²³³ www.kenthaber.com/Arsiv/Haberler/2005/Mayis/22/Haber_64110.aspx, (26.05.2008)

²³⁴ www.misholding.com.tr/hakkimizda.php, (23.02.2008)

²³⁵ www.mghholding.com/indks.php (16.04.2008)

beraber işçi şirketlerinde, yönetim ve organizasyon sorunlarının kuruluş aşamasında başladığı ve büyüyerek, işletme aşamasında çözümlenmesi oldukça zor bir duruma dönüştüğü ifade edilmektedir. Aşağıdaki açıklamalarla daha da net bir şekilde ortaya konulacak bu husus; kuruluş aşamasında ve işletme aşamasında ortaya çıkan yönetim ve organizasyon sorunları olarak iki bölüm halinde incelenecek olmakla birlikte bir çok makale, panel ve sempozyumda tartışılan sorunlara ilişkin çözüm önerileri, Dışişleri Bakanlığı'nca yapılan bir çalışmada alınması istenen önlemler şeklinde sıralanmıştır. Bahse konu önlemlerin alınmış olması durumunda kuruluş ve işletme aşamasındaki pek çok sorunun ortaya çıkmayabileceği açıkça anlaşılacağından aşağıda öncelikle bu konudaki açıklamalara yer verilmektedir.²³⁶

“1. Herşeyden önce bu şirketlere ait lüzumlu bilgilerin Almanya’da toplu olarak Türk ilgili makamlarında bulunması lazımdır. Yani adeta bu şirketlerin bir sicilinin hukuki dar manada değil, onu da kapsayan fakat daha geniş manada; kurucuların durumları, ekonomik durumları, hisse senetlerinin vaziyeti, kurucuların daha önce başka işlere girip girmedikleri varsa bu işlerden aldıkları neticeler gibi bütün aydınlatıcı bilgiyi kolaylıkla verebilecek ve kendilerinden talep edilerek alınmış ve tahkik edilmiş bilgilerin toplu olarak bulunması önemli bir düzenleyici tedbir için başlangıç olacaktır. Bunun için de bu bilgilerin mutlaka anında Türkiye’ye aktarılması lazımdır. Bunlar herşeyden önce bu şirketlere ortak olmak isteyen işçilerimiz için en önemli enformasyon kaynağı olacaktır. İşçi isterse bu şirketlerin vermiş olduğu bilgilerden açık bir şekilde istifade edebilecektir. Öyle bir şirket vardır ki, kurucusu beş şirket kurmuştur, kendisinin özel bir işi vardır ve beş şirketten hiçbiri yatırım yapmamıştır. Bu bilgi hazır bulunduğu sürece, işçi elbetteki öyle bir hisse senedini almayacaktır. Bu bilgiler, işçi şirketleriyle işbirliği yapmak isteyen Türk veya Alman şirketleri için de lüzumlu bir kaynaktır. Ayrıca Türk ilgilileri de böylece şirketleri takip edebilme imkanına sahip olabilecek ve derli toplu bir sicil elde bulunacaktır.

2. İkinci önemli husus, kurucularının işletme eğitiminden geçme zaruretinin yerine getirilmesidir. Türkiye ile Almanya arasında imzalanan

²³⁶ Dışişleri Bakanlığı, **Yurt Dışı Göç Hareketleri ve Vatandaş Sorunları**, Ankara, 1974, s.66-67

intibak anlaşmasının ikinci maddesi böyle bir eğitim imkanını oluşturmuştur. Burada anlaşmanın tatbikatında bu şirketlerin kurucu ve idarecilerine öncelik vermek lazımdır.

3.Üçüncü bir tedbir şudur; yeni sevk edilen teşvik kanununun uygulamalarında bazı üst limitler getirilmiştir. Bu üst limitlerin tatbikatında işçi şirketleri de sayılmalıdır.

4.Dördüncü tedbir olarak özel kredi fonunun teşkili zaruri görülmektedir.

5.Beşinci büyük bir teşvik tedbiri proje yardımdır. Şirketler kurulmakta, paralar toplanmakta ve gerçekten işçi bir taraftan parasını değerlendirme ve hatta bazen parasını değerlendirmekten daha öteye, kendi bölgesine bir şeyler yapabilme arzusu içerisinde hisse senedi satın almakta, fakat tatbik edebilecek proje bulunmamaktadır. Türk ilgili makamlarına sorulmakta bizim bölgemize ne yapılabilir, geçerli projeler nelerdir, denilmekte ve bir proje darlığı çekilmektedir, Hazır proje stoklarının elde bulundurulması lazımdır. DPT'nin başlatmış olduğu ve bölgeler için hazırlattığı projeler bazı değişikliklerle işçi şirketlerinin şartlarına uygun ve bölgesel mahiyet dahi kazandırılarak, bu şirketlerin istifadelerine verilebilir.

6.Altıncı husus fabrika yerinin tahsisinde bu şirketlere uygun koşullar tatbik edilmesidir. Organize sanayi bölgelerinde şartların iyileştirilmesinde kolaylık gösterilmelidir.

7.Yedinci teşvik tedbiri şu olabilir. Yeni Teşvik Kanunu Tasarısı'nın 17 nci maddesinin dışardan dövizle satın alınan hisse senetlerine ait getirdiği farklı bir teşvik uygulaması vardır. Fakat bu, şirketlerin işçi şirketi olup olmamasına göre bir ayırım değil, hisse senedinin dışardan alınıp alınmamasına göredir. Burada da işçiler tarafından kurulmuş olan şirketlere bu maddenin bir bölümünde farklı ve teşvik edici bir unsur getirilebilir.

8.Sekizinci tedbir; Türk ve Alman teşebbüslerinin, işçi şirketleriyle müşterek yatırımlar yapmalarıdır. İşçiler aralarında toplanıp şirketler kurmuşlar, para toplamışlardır ve daha para toparlayabilecek potansiyelleri vardır. Fakat teknik know-how'ın dışında sevk ve idarecilikle ve Türkiye'deki şartlarla ünsiyetleri yoktur. Türkiye'de itimat uyandırmış başarılı Türk şirketlerinin veya bazı Alman şirketlerinin karma olarak bu şirketlerle yatırım yapmaları düşünülebilir. Bunun birkaç örneği verilmiştir. Bu, işçi şirketlerini rasyonalize edebilecek ve etkinliğini artırabilecek en önemli tedbir olarak gözükmektedir. Dolayısıyla Alman firmaları çalıştırdıkları işçilerin Türkiye'de kurdukları şirketlere yatırım yapmaya ilgi duyabilirler. Nitekim bazı Alman şirketleri Almanya dışında bu örnekleri vermişlerdir.

9.Dokuzuncu tedbir, Türk kamu idaresinde ilgili bir bakanlığın bünyesinde merkezi bir ünitenin kurulması zaruretinin bulunduğu noktasıdır.”

Yukarıda sıralanan önlemler genel olarak incelendiğinde daha bir çok önlem düşünülebilecek olmakla birlikte, sadece bu önlemlerin alınmış olması durumunda dahi çok ortaklı şirketler için aşağıdaki sorunların pek çoğunun ortaya çıkmayabileceği veya sorun teşkil etmeyeceği hususu daha iyi anlaşılacaktır.

3.2.4.1.Kuruluş Aşamasında Ortaya Çıkan Yönetim ve Organizasyon Sorunları

ÇOŞ'lerin kuruluş aşamasında ortaya çıkan yönetim ve organizasyon sorunları olarak belirtilen yanlış yer seçimi, yanlış üretim konusu ve yanlış teknoloji seçimi sebeplerinin temelinde, bu şirketlerin, işletme ve yönetim kurallarının dışında, duygusal ve amatör bir yapı ile topladıkları genel kurulları ve oluşturdukları ilk yönetim kurulunun yanlış kararlarının büyük rol oynadığı açıktır. İşletme aşamasında da süren bu sorunlara ilişkin olarak konunun yönetim yönünün daha iyi anlaşılması açısından örnekler verilerek aşağıda açıklamalarda bulunulacaktır.

3.2.4.1.1. Profesyonel girişimci yokluğundan ortaya çıkan sorunlar

Bir işçi şirketi kurmaya karar veren yurtdışındaki işçiler, işletmeyi planlama aşamasından, işletme aşamasına kadar götürebilecek profesyonel girişimci istihdam edememekte veya kurucular arasına bu tür kimseleri alamamaktadırlar. Kuruluş yerinin, üretim konusunun, teknolojinin vb. konuların tespit edildiği ilk dönemlerde, ilgili kararları isabetli şekilde alabilecek, icra ettirip takip ve kontrol edecek yetenekte yönetim kurulu üyelerini bulup seçememekte veya ilk yönetim kurulunda müteşebbis niteliği taşıyan kişilere az rastlanılmaktadır.²³⁷

İlk genel kurullarda profesyonel girişimcilerin yeterli sayıda olmaması ile teşkil edilen ilk yönetim kurullarında da yeterli sayıda girişimci yer almamış ve bu husus; ortaklıklarda hatalı kararların alınmasına zemin hazırlanmıştır.

3.2.4.1.2. Yanlış kuruluş yeri seçiminin ortaya çıkardığı sorunlar

Profesyonel yöneticilerin olmadığı işçi şirketlerinin kuruluş yeri seçiminde hemşerilik tercihinin ön planda tutulması ile pazara uzak, hammadde temininin zor olduğu, yol ve su gibi altyapı imkanlarının az veya sınırlı olduğu yerlerde yatırım yapılması sözkonusu olmuştur.

Sanayi kuruluşlarında yer seçimi, en az yatırımların ölçek ve teknolojilerinin seçimi kadar önemlidir. Ancak çok ortaklı şirketlerde kuruluş yerinin seçimi konusunda nesnel bir araştırma yapılmamakta, küçük tasarruf sahipleri sırf kendi yörelerinde bir baca tütmesi için bu tip yatırımlara yönelmektedir. ÇOŞ'in diğer anonim şirketlere oranla yurt düzeyine (en az gelişmiş 17 il hariç) oldukça dengeli bir biçimde yayılmasının nedeni budur. Yerel rekabetin varlığı da yurt dışındaki işçilerin ve küçük yerel tasarruf sahiplerinin kendi yöreleri dışındaki bir yerde yapılan yatırımlara tasarruflarını yöneltmelerini önlemektedir. Hatta bu rekabet iller arasında

²³⁷ **Dünya Gazetesi**, "Çok Ortaklı Şirketler", 22.11.1978, s.5

kalmayıp, aynı ilin ilçeleri arasında da ortaya çıkmakta, komşu ilçeye yapılan yatırım karlı olsa bile çok kere desteklenmemektedir.²³⁸

3.2.4.1.3. Yanlış üretim konusu ve yanlış teknoloji seçiminin yarattığı sorunlar

Kuruluş aşamasındaki ÇOŞ'lerin karşılaştıkları ve dönülmez hatalar yaptıkları sorunların başında bu husus gelmektedir. Bu şirketlerin bir çoğu, baştan, yatırım konusunu iyi belirleyemedikleri için, sonraki evrelerde yatırımları yarım kalmıştır.²³⁹ Daha sonraki yıllarda yatırım konusunu değiştiren ÇOŞ'ler ise artan maliyetler ve finansman problemleri içinde çok büyük zorluklar yaşamışlardır.

Yurt dışındaki işçiler genellikle yurt dışında dayanıklı tüketim mallarına ve Türkiye'de de gayrimenkullere yatırım yapma eğilimindedirler. Zira onlar için önemli olan yurda dönüşlerinde kendi varlıklarını güvence altına alacak ve sosyal güvenliklerini sağlayacak küçük bireysel işletmelerin kurulmasıdır. Bu nedenle, işçi tasarrufları genellikle verimli diye tanımlayabileceğimiz yatırım alanlarına yönelememektedir. Yönelindiğinde de, yatırım konusu bir rastlantı sonucu seçilmekte, yurt dışından bilinen Türkiye'de üretilmeyen bir takım gıda maddelerinin üretimi ilk düşünülen yatırım alanı olmaktadır. Avrupa'da seçilen yatırım konusunun Türkiye koşullarına ne derecede uymakta olduğu tartışılmamakta, bu nedenle daha teşebbüs aşamasında bir kaç kez konu değişmektedir. Küçük yerel tasarruf sahiplerince desteklenen ÇOŞ'lerde durum daha değişik olup şirketlerin çoğunda yatırım alanı çok amaçlı, çok yönlü olarak saptanmakta hatta bazı şirketlerin anasözleşmesinde uğraşı alanı olarak mantar yetiştirmekten turizme, depoculuktan makine yapımına kadar pek çok yatırım konusu bir arada yer almaktadır.²⁴⁰

²³⁸ Çok Ortaklı Şirketler, s.48

²³⁹ Serdar Ceylan, **İşçi Şirketlerinde Finansman Sorunları**, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Ankara, 1984, s.37

²⁴⁰ Çok Ortaklı Şirketler, s.54

3.2.4.1.4.Finansman sorunu

İşçi şirketlerinin, kuruluş sermayesinin okul ya da cami yaptırma derneği havasında sağlanmaya çalışılması, ilk finansman sorununu yaratmıştır.²⁴¹ Kurucu ortaklar, sermaye tahahhütlerini zamanında yerine getirememektedirler. ÇOŞ'lere ilişkin yazında sermaye yetersizliği sorununa ilişkin pek çok örnek mevcuttur. Nitekim, Doğu Anadolu'da kurulu 24,000 ton/yıl kapasiteli % 100'ü halka açık bir yem fabrikasının üretim yapamamasının başta gelen nedenlerinden birisi, işletme sermayesinin yetersizliğinden başka bir şey değildir. Yine bunun gibi, Orta Anadolu'da kurulu 40.000 ton/yıl kapasiteli halka açık rafine tuz tesisinin verimsiz çalışmasının başlıca sebebi, yetersiz işletme sermayesidir. Sınai keçe üretmek amacı ile kurulmuş % 100'ü halka açık bir anonim şirket, sermaye tezyidini gerçekleştiremediği için, düşük kapasite ile zararına çalışmak zorunda kalmaktadır. Söndürülmüş kireç üretmek amacı ile Doğu Karadeniz'de kurulmuş olan % 100'ü halka açık bir şirketin ana sorunu da, diğerlerinde olduğu gibi, sermayenin yetersizliğinden kaynaklanmaktadır.²⁴²

İkinci önemli finansman sorunu, yatırımla işletmeye geçiş arasındaki sürenin uzunluğundan kaynaklanmaktadır. Sürenin çok uzun olması, kuruluş aşamasında tespit edilen sermayenin yetmemesine neden olmakta ve şirketler sermaye artırımını için sık sık ortaklarına başvurumaktadırlar. Ortaklarsa yapılan sermaye artırımlarına katılmakta çekingen davranmaktadırlar.

Üçüncü önemli finansman sorunu, yatırım aşamasında işçi şirketlerinin dış finansman kaynakları bulmakta karşılaştıkları zorluklardır. Alınan teşvik belgesinde öngörülen krediyi verecek muhatap bir banka bulunamamakta, bulunsa bile kredinin alınması sırasında bankalar güçlük çıkarmaktadırlar. Sahipsizlik sorunu olan işçi şirketleri, bankalar tarafından istenen ipotek, şahsi kefalet, sermaye arttırımı gibi ön koşulları yerine getirmekte oldukça zorlanmaktadırlar.

Bir diğer önemli finansman sorunu da ticari bankaların kısa vadeli krediler vermeleri nedeniyle orta ve uzun vadeli kredi temin edemeyen çok ortaklı işletmelerin durumudur. Ayrıca, gerçeklerden uzak bir biçimde hazırlanan fizibilite

²⁴¹ Kenan Bulutoğlu, "İşçi Şirketleri, Umutlar, Sorunlar, Beklentiler", **Dünya Gazetesi**, 21.11.1982, s.9

²⁴² M. Fatih Kaymaz, "İflas Eden İşçi Şirketleri", **Ekonomik Yorumlar Dergisi**, s.3

raporlarına göre işe başlayan şirketlerde projenin uygulanmasında önemli aksamalar ortaya çıkmakta, bu durumda şirketler her finansman kuruluşundan koşulları ne olursa olsun kredi kullanmak isteyen bir yapıya bürünmektedirler.²⁴³

Bahse konu işçi ve halk şirketlerinin finansman sorunları, düzenlenen sempozyumlarda özellikle dile getirilmiş ve yabancı sermayenin bu şirketlere yatırım yapması yolları ve ekonomik politikaların bu şirketlere olan etkileri detaylı olarak değerlendirilmekle birlikte²⁴⁴ kalıcı çözümler oluşturulamamıştır. Desiyab'ın finansman programlarının yetersizliği sürekli olarak gündeme gelmiş ve çeşitli kurum ve kuruluşlar bünyesinde oluşturulan fonlar da (DPT, yurt dışında çalışanlar için ilgili ülkelerin vermiş olduğu yardımlar) yeterli desteği sağlayamamıştır.

3.2.4.2. İşletme Aşamasında Ortaya Çıkan Yönetim ve Organizasyon Sorunları

Yönetim ve organizasyon sorunları işletmenin kuruluş ve devamında oldukça önemli bir yer tuttuğundan aşağıda yöneticiler, yönetim kurulu üyeleri ve ortaklar açısından ayrı ayrı inceleme konusu yapılacaktır.

3.2.4.2.1. Yönetim kurulundan kaynaklanan sorunlar

Yatırım yapıldığında ve işletme aşamasına geldiğinde, ilk harekete geçmiş olan öncü kadro, gerekli olan profesyonel yönetici ve girişimci kadroyu devreye sokmakta çekingen ve isteksiz davranmakta, işin başarıyla yürümesini engelleyici müdahalelerini sürdürmektedir. Ortak sayısının çokluğu, işletmecilik kaygıları dışında bir takım hesaplara dayanan siyasal müdahalelere ve kısır çekişmelere yol açmaktadır. Böyle bir ortamda, süratli ve doğru karar alma imkanı azalmakta, üst düzey yöneticiler bazı rastlantılara ve işletmecilik dışı hesaplara göre sık sık değiştirilmektedir. Önder ve girişimci bulunmasında güçlük çekildiği gibi girişimcilerin tecrübesizliği de sözkonusudur.²⁴⁵ İlk girişimci kadro bazen de yönetim kurulundan ayrılmak istemekte fakat ortaklar tarafından ihanetle suçlanmamak için görevlerini sürdürmek zorunda

²⁴³ Çok Ortaklı Şirketler, s.129

²⁴⁴ Zekeriya Yıldırım, "İşçi Tasarruflarının Değerlendirilmesi Yabancı Sermaye ve Desiyab", **Desiyab 5. Sempozyumu**, Trabzon, 1984, s.49

²⁴⁵ Halk Girişimleri Anket Sonuçları, s.84

kalmaktadırlar. Yeterli para verip, iyi yöneticiler ve uzman çalıştıran bazı şirketlerde ise, bu kişilerle, yönetim kurulları arasında sürtüşmeler çıkmış, sonuçta işçi şirketlerinde "Yetersiz Yönetim" sorunu kendini olumsuz bir unsur olarak çoğu zaman göstermiştir.

Yetersiz yönetim sorununu daha açık olarak görebilmek açısından aşağıda verilen bir yönetim kurulu başkanının istifa mektubunun okunması konuyu daha net olarak ortaya koyacaktır.²⁴⁶

“Yönetim ve denetim kurulumuzun ekseriyeti maalesef yorulmuş, heyecanını kaybetmiş sorunlardan bir haber ve ilgisiz hatta açıkca söylemek gerekirse sorunlara yetişmekten çok uzak kalmaktadır. Burasının bir sanayi müessesesi olduğu unutulmuş, dostluk, kardeşlik müessesesi, bir iyi niyet cemiyeti sanılmıştır.

Organizasyon yapısında yaptığımız bir değişiklikle ilgili önlemlere, tüm toplantılarımız işgal edilerek 6 ay karşı çıkılmış, iç pazarın büyük bölümünün kaybedilmesine aldırılmamıştır. Önerdiğimiz yapı değişikliği ile 700-800 milyonluk eksik maliyetle çalışma imkanları, gerekli birkaç milyonluk masraftan kaçınılmak uğruna ısrarla reddedilmiş, bu çalışmayı yapabilecek olan eleman, şirkete 9 ay sinir bozucu, yıpratıcı bir mücadeleden sonra ancak alınabilmiştir.

En büyük zayıflık yönetim boşluğundan, otorite zaafından kaynaklanmaktadır. Bir grup yönetim kurulu üyesi icraya da akseder şekilde gerekli otoritenin kurulmasını bilinçli olarak ısrarla engellemekte, tek tek ya da bir grup olarak şahsi otorite kurmak hevesinden kurtulamamaktadırlar. Bu davranışlar genel müdürün önünde daima süregelmiş, tabiatı ile ürününü vermiş, genel müdür ile yönetim kurulu başkanlığı ve genel müdür ile yönetim kurulu ilişkileri çok zayıflamış, hastalanmıştır. Neticede yönetim ve icra birbirine karışmış, bir ailede bile olması gereken otorite sifira inmiştir. Mevcut

²⁴⁶ A.Osman Taşlıca, Türkiye’de İşçi Şirketlerinin Yönetim ve Organizasyon Sorunları, (Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi, Anadolu Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Eskişehir, 1984), s.21

genel müdür sorunlara tedbir getirip uygulayamamakta, icrada otoritesini kuramamakta, her konuya, her yere, işletmecilik anlayışına aykırı olarak kendi koşup bizzat yetişmeye çalışmakta, organizasyonunu kuramamakta, emredememektedir.”

3.2.4.2.2.Yöneticilerden kaynaklanan sorunlar

Desiyab tarafından yapılan bir çalışmada; çok ortaklı şirket yöneticilerinin eğitim ve meslek olarak yöneticiliğe uygun yapıda oldukları ancak gerek meslekteki gerekse işletmedeki tecrübelerinin çok az olduğu ortaya çıkmıştır. Finansman, üretim, pazarlama, eleman temini gibi pek çok sorunla karşı karşıya olan çok ortaklı şirketlerin sorunlarını çözmekte yardımcı olacak daha tecrübeli yöneticilere gereksinimleri olduğu bir gerçektir.²⁴⁷

İşçi veya halk şirketlerinin kuruluş yerleri incelendiğinde yöresel kaygıların ön planda tutulduğu ve gerekli fizibilite etüdüleri dahi yapılmadan faaliyete geçilmeye çalışıldığı görülmektedir. Konusunda uzman kişilerin taşradaki şirketlere yönetici olarak gelmek istememeleri veya gerekli maddi imkanların sağlanamaması yetersiz yöneticiler sorununu gündeme getirmiştir. Profesyonel yönetim kadrolarına sahip olmayan işletmelerin hatalı karar ve işlemleri yanında tecrübeli uzman kişilerin yönetim kurulu ve ortaklarla ilişkilerde sorunlarla karşılaşması; otorite boşluğunu ortaya çıkarmakta, hakim ortak veya ortakların sahibi olduğu işletmelere göre bir yönetim rahatlığını ortaya çıkarmaktadır. Bir başka deyişle, yöneticilerin mevcut olumsuzluklar nedeniyle başarısız oldukları savunması her zaman geçerli bir savunma mekanizmasına dönüşebilecektir.

İşçi şirketlerinin çok ortaklı şirket özelliğini kaybetmelerine neden olan hususların içerisinde yönetimin rolü oldukça büyük önem arz etmektedir. Bu şirketlerin belli vasıflara sahip yöneticileri bulma zorunluluğu bir anlamda bunun yerine getirilememesi durumunda şirketin geleceğini etkileyen veya sonlandıran bir yapı arz etmektedir. Özellikle sermaye artırımlarında eski ortakların

²⁴⁷ Desiyab Devlet Sanayi İşçi Yatırım Bankası, **Çok Ortaklı Şirketlerde Yöneticilerin Nitelikleri ve Eğitim İhtiyaçları**, No:334, Ankara, 1983, s.27

opsiyonlarını kullanma konusundaki çekingenlikleri nedeniyle yeni ortak bulunması zorunlu olmaktadır. İşçi şirketlerinin kaderini etkileyen ve özellikle başarısız işçi şirketlerinin bu niteliklerini kaybetmelerine neden olan etkenler üç başlıkta toplanmaktadır.²⁴⁸

1-Şirkete sahip çıkacak bir ortak ya da sermaye grubunun bulunması suretiyle deneyimli ve başarılı bir müteşebbis grubunun şirketin problemlerine (tabii daha sonra da şirkete) sahip çıkması, ortaklar ve finansman kuruluşları tarafından tek kurtuluş yolu olarak görülebilir.

2-Finansman kuruluşları ve bankalar şirkete açılacak kredilerin teminatı olarak kendilerince muteber kişilerin şirket yönetim kurulunda yer almasını isteyebilirler.

3-Belirli konularda darboğaza girmiş ve ortakları ümitsizliğe düşmüş fakat ana problemlerini halletmiş, geleceği parlak işçi şirketlerine kısa yoldan sahip olmak isteyen sermaye grupları mevcut olabilmektedir.

Bu nedenler veya spesifik nedenlerle genel olarak şirket yönetiminde söz sahibi olacak seviyede sermaye payını satın almayı şart koşan müteşebbis veya sermaye grubunun şirkete ortak edilmesi sonucunda, yönetim sorunu yeni müteşebbis vasıtasıyla çözümlenmekte ancak şirket, çok ortaklı şirket niteliğini kaybederek hakim ortak kontrolündeki bir şirket niteliğine dönüşmektedir.

3.2.4.2.3.Ortaklardan kaynaklanan sorunlar

Çok ortaklı şirketlerde sahipliğin yaygın oluşu, ortaklar içinde büyük pay sahiplerinin bulunmayışı, ortakların genellikle aynı yörenin insanları olması, kuruluş yeri seçiminde bölge ve yöre tercihlerinin ağırlık kazanması, akılcı ekonomik ve mali yaklaşımların ikinci planda yer alması, genel kurulların dernek ve siyasal kuruluşların genel kurulu karakterinde olması, yöneticilerin beşeri ilişkileri iyi kurabilen kişilerden

²⁴⁸ Yalçın Öner, "Türkiye'nin Sanayileşmesinde Halk ve İşçi Şirketlerinin Rolü ve Geleceği", **Desiyab 2. Sempozyumu**, Ankara, 1981, s.176

seçilmemesi, bu girişimlerin hemen hemen ortak denebilecek özellikleridir. Bu ortak özellikler ve daha önceki bölümlerde belirtilen bir çok özellikler ortaklardan kaynaklanan sorunları ortaya çıkarmaktadır.²⁴⁹ Yönetici ve şirket ortağı kavramlarının birbirine karışması, yönetim kurulu üyeleri ve ortaklar arasında anlaşmazlıkların yöneticilere sirayet etmesi de yine bir önceki bölümde verilen araştırmada yöneticilerin yakındığı ortaklardan kaynaklanan hususlardandır. Yönetim kurullarında görev alacak kişilerin seçiminde de hısmılık, samimiyet gibi hususların ön plana alınması da, yetersiz yönetime neden olan ortaklardan kaynaklanan sorunlar arasındadır.

Amatör tecrübesiz yöneticiler yanında tüzel kişi banka ve kamu kuruluşlarının temsilcisi olan yönetim kurulu üyeleri de asli görevleri olmadığı ve işyerlerinde sürekli olarak bulunmadıkları için yönetime ağırlıklı ve etkin tarzda katılamamaktadır. Ortakların sermaye paylarının düşüklüğü, onların işleri gereği gibi üstlenmelerini engellemekte ve ortaklar icra ve sorumluluğu diğerinden beklemektedirler.²⁵⁰

Küçük tasarruflarına az veya çok temettü bekleyen ortakların beklentilerine uygulamada tam anlamıyla cevap verilemediği de görülmektedir. Tasarrufların hisse senedine dönüştürülmesinden sonra uzun bir süre yatırımların programlanması, realize edilmesi, işletmeye alınması ve çalıştırılması için zaman geçmektedir. Bu süre içinde ekonomiye ve yatırımların realizasyonuna ilişkin bir zaman değeri, tasarrufları alınan kişilere verilmediğinden, kendi değerlendirmesine göre makul bir süre bekleyen ortak, elindeki hisse senetlerini satışa arz etmektedir. Bu arada, 1970-80 döneminde konu ile ilgili olanlar, işçilerin psikolojik sabırsızlığını değerlendirerek, zaman zaman hisse senedi satış arzularını tahrik etmişlerdir. Bir başka deyişle, işçi şirketlerini yönetenler şirket yönetimini tam olarak ve yasal çerçevede ele geçirebilmek için uzun bir süre ihtiyat veya sair sebeplerle şirket karlarını dağıtmayarak kardan oluşan fonları işletmede bırakmışlardır. Yatırılan sermaye karşılığında temettü verilmeyince, tasarruf sahipleri sabırsızlanmış, bu ortamda şirket yöneticileri veya komisyoncuları, ortakların ayağına giderek hisse

²⁴⁹ Halk Girişimleri Anket Sonuçları, s.16

²⁵⁰ Ertan Yülek, "Türkiye Ekonomisinde Çok Ortaklı Şirketler Olayının Değerlendirilmesi ve Geleceğe Dönük Öneriler", **Desiyab 6. Sempozyumu**, Ankara, 1985, s.30

senetlerini ucuz fiyatla satın almışlardır.²⁵¹ Ortakların, şirket yönetimlerinin bu yöndeki çabalarını değerlendirerek yatırımları ile ilgili kararlarını vermesi gerekirken, sabırsız davranmaları da çok ortaklı şirketlerin bu niteliklerini kaybetmelerinde bir etken olmuştur.

Ortakların önemli bir kısmının yurt dışında bulunması veya oldukça küçük paylara sahip olunması nedeniyle genel kurullara katılmaması sonucu oluşan ve teoride “Güç Boşluğu” olarak nitelenen durum da, ÇOŞ’lerin ortaklardan kaynaklanan önemli bir problemini oluşturmaktadır. Anonim şirketlerin en önemli karar ve yönetim organı olan genel kurullarına küçük paylara sahip büyük çoğunluğun katılmaması; bu tür ortaklıkların en büyük handikaplarından birini oluşturmaktadır.

3.3. 1980 SONRASI DÖNEMDE ÇOK ORTAKLI ŞİRKETLER

1980’li yılların sonuna doğru ortaya çıkan ve kar-zarar ortaklığı, çok ortaklı şirket, halka açık şirket veya islami holdingler, yeşil sermaye şirketleri, gurbetçi holdingler gibi isimlerle anılan kuruluşlar (anılan yapıların islami holding olarak adlandırılması dini kavramlara saygısızlık ve ilave olarak islami olmayan bir holding varmış izlenimi vermesi ve aynı mantıkla halktan para toplayan gerçek işletmeciler holdinglere haksızlık edileceği düşüncesiyle eleştirilmektedir²⁵²) tezimizin izleyen bölümlerinde kar zarar ortaklığı modeli altında incelenecek olup bu kuruluşlar; 1990’lı yıllarda ekonomik hayatımızda önemli bir yer tutmuş ve yatırımcıları açısından önemli sorunlar üreten yapılar olmuşlardır. Önceki bölümde açıklanan işçi şirketleri, hemşeri şirketleri, bölgesel kalkınma şirketleri, halk şirketleri olguları 1980’li yılların ortalarında hemen hemen tamamıyla ortadan kalkmaya başlamış ve 1990’lı yılların ortalarında ise kar zarar ortaklığı modelleri ekonomik aktörler olarak ortaya çıkmaya başlamıştır.

²⁵¹ Uludağ, s.16

²⁵² Yılmaz Sandıkçı, “Çok Ortaklı Şirket Modeli ve Konya’nın Holdingleri ve Dahası”, www.akademikiktisat.net/makaleler/cos_modeli (24.09.2006)

3.3.1.Kar Zarar Ortaklıklarının Kuruluş ve Gelişimlerini Hızlandıran Faktörler

Çok ortaklı şirket modellerinin başarısızlığa uğraması, kamunun yüksek düzeyli borçlanma sorunu nedeniyle faiz oranlarının da yüksekliği, sermaye piyasalarının gelişimini tamamlayarak yeterli derinliğe ulaşamaması, yüksek seviyelerde seyreden enflasyon oranları ile özellikle yaşanan kriz ortamlarında hisse senedi fiyatlarındaki dalgalanmalar nedeniyle borsanın da spekülatif bir yatırım alanı olarak görülmesi ve benzeri hususlar 1990'lı yıllarda yaşanan ekonomik yapının bir kısım özellikleridir.

1990'lı yılların yukarıda belirtilen ekonomik ortamında tasarruflarını bankacılık alanı dışında değerlendirmek isteyen, diğer bir ifade ile faiz dışında gelir getiren alanlara yatırım yapmak arzusunda olan, buna mukabil mali piyasaları ve alternatif yatırım araçlarının getirilerini yakından takip ve buna göre de pozisyon alma bilgi ve becerisine sahip olmayan önemli sayıdaki küçük tasarruf sahibinin, tasarruflarını değerlendirebilecekleri alan itibariyle bir anlamda seçeneksiz kalmalarına ve uzun yıllar boyunca tasarruflarını altın-gayrimenkul gibi verimsiz alanlara kaydırmalarına veya nakit tasarruflarını sistem dışında muhafaza etmelerine yol açmıştır. Öte yandan, büyük çoğunluğunu yurt dışında çalışan vatandaşların oluşturduğu anılan kesimin, mevcut tasarruflarının bir şekilde kayıt altına alınmasını bir takım nedenlerden dolayı tercih etmemeleri, bu fonların faizsiz getiri sağlayan özel finans kurumlarına gerektiği ölçekte yönelmesini de engellemiştir. Özellikle yurt dışındaki küçük tasarruf sahibi vatandaşların birikimlerinden ibaret, faizsiz getiri alanlarında değerlendirilmesi amaçlanan ve kayıt altına alınması istenmeyen bu fonların varlığı, yoğun olarak 1990'lı yıllarda bir takım kişilerce başta Konya ili ve civarı olmak üzere "holding" adı altında şirketlerin kurulmasına ve sonrasında da ortaklık ve faizsiz yüksek oranlı getiri vaadiyle halktan para toplanmasına imkan sağlamıştır. Bu yöntemle fon toplama faaliyetlerinin başarıya ulaşması, 1990'lı yılların ortalarından itibaren kurulan şirket sayısının ve buna bağlı olarak da fon toplama faaliyetlerinin hızlı bir şekilde artış göstermesine, ortaklık vaadiyle fon toplayan şirket sayısındaki hızlı yükseliş ise rekabet koşulları nedeniyle vaadedilen getiri oranlarının sonraki dönemlerde döviz bazında % 50'lere kadar tırmanmasına yol

açmıştır.²⁵³ Diğer taraftan sadece para toplama amaçlı ve faaliyeti dahi olmayan adeta “tabela holdingi” olarak adlandırılabilir olan firmaların da piyasaya çıkarak ortak arayışına girmeleri ile kar payı oranları daha da yükselmiş ve yüksek oranların cazibesi ile yatırımcıların sayısında artışlar olmuştur.

Yapılan bir araştırmada; kar zarar ortaklığı modellerine yatırım yapan kişilere kendilerini bu alana yatırım yapmaya yönelten sebebin ne olduğu sorulmuş, din, güvenilirlik unsurları, milliyetçilik unsurları ve son olarak yüksek karlılık şeklinde bir sıralamanın ortaya çıktığı belirtilmiştir.²⁵⁴

3.3.2.Sistemin İşleyişi

Farklı yöntemler uygulanmakla birlikte genel olarak, izinsiz halka arz yoluyla fon toplama faaliyetinde bulunmak üzere öncelikle son derece sınırlı sayıdaki kurucu ortaklar tarafından düşük sermayeli bir şirket kurulmuş ve kuruluşun hemen akabinde sermaye artırımına gidilerek, özellikle yurt dışındaki vatandaşlarımıza yönelik çoğu kez yalan, yanıltıcı, dini ve milli duyguları istismar edici ilan ve reklamlarla, kurulan şirketin tanıtımına ve ortak arayışına geçilmiştir. Fon toplama faaliyetlerinin, esas itibarıyla yurt dışındaki temsilciler vasıtasıyla ibadet yerlerinde veya sair mekanlarda yapılan toplantılarda ya da yüz yüze görüşmelerde potansiyel yatırımcıların iknası suretiyle gerçekleştirildiği ve makbuz ya da sermaye piyasası mevzuatına göre ortaklık hakkı vermeyen sair belgeler karşılığında yapıldığı anlaşılmaktadır. Fon arzeden potansiyel yatırımcıların genelde yurt dışında yaşayan ve buna bağlı olarak da yaşadıkları çevre dolayısıyla yoğun dini ve milli duygular içerisinde bulunan, faiz alınmasını ve verilmesini islami esaslara aykırı gören, bununla beraber alternatif yatırım

²⁵³ TBMM, Meclis Araştırması Komisyonu Raporu, **Bazı Girişimcilerce Holding Adı Altında Gerçekleştirilen İzinsiz Halka Arz Yoluyla Tasarruf Sahiplerinin Mağduriyetine Yol Açılmasının Neden ve Sonuçlarıyla Bu Süreçte SPK'nın Sorumluluğunun Araştırılarak Alınması Gereken Önlemlerin Belirlenmesi Amacıyla Anayasanın 98 inci, İçtüzüğü'nün 104 ve 105 inci Maddeleri Uyarınca Bir Meclis Araştırması Açılmasına İlişkin Önergeleri ve (10/16, 262) Esas Numaralı Meclis Araştırması Komisyonu Raporu**, Ankara, 2006, s.53

²⁵⁴ Çetin Artuğ, “Avrupa’da Yaşayan Türklerin Kendilerinden Mevduat Toplayan İslami Holdinglere Yatırım Yapmalarının Arkasında Yatan Temel Kriterler ve Holdinglerin Türk’lerin Tasarruflarındaki Pazar Payları”, www.sosbil.gazi.edu.tr/edergi (23.08.2005)

alanları konusunda bilgi, birikim ve deneyimleri yeterli düzeyde olmayan vatandaş kesiminden ibaret olması, izinsiz halka arz yoluyla fon toplama faaliyetinde bulunan şirketlerin yatırımcıları kolaylıkla ikna etmelerine imkan sağlamıştır. Buna ilave olarak, yurt dışında yaşayan potansiyel yatırımcıların, yaşadıkları ülkenin mevzuat ve uygulamalarından kaçınmaya yönelik olarak, yatırdıkları fonları ilgili ülke otoritelerinden saklamak istemeleri ve bu nedenle de arz ettikleri fonların kayda alınmasını tercih etmemeleri, temsilcileri vasıtasıyla fon kabul eden bu şirketlerin faaliyetlerini kolaylaştırmıştır. Zira bu yöntemle fon arzedan yatırımcılar, kayda alınmaksızın fonlarını buldukları yerdeki şirket temsilcisine makbuz ya da sair belgeler karşılığında elden teslim edebilmiş, getirilerini kayıt dışı şekilde bu temsilciler vasıtasıyla tahsil edebilmiş; ilave olarak, sahip oldukları payları diledikleri takdirde yine bu temsilciler vasıtasıyla nakde tahvil ederek yatırdıkları fonları geri alabilmişlerdir. Temsilciler vasıtasıyla toplanan fonlar, esas itibarıyla bankacılık sistemi kullanılmaksızın yurda sokulmuştur. Bu bağlamda fon toplayan şirket temsilcileri, fon arzedan yatırımcı kesimden nakit para yanında altın, bilezik gibi ziynet eşyalarını da ortaklık pay bedeli olarak kabul etmiş ve bankacılık sistemi kullanılmaksızın Türkiye'ye sokmuşlardır. Yukarıda belirtilen hususlara ek olarak, izinsiz halka arz yoluyla fon toplayan holdinglerin banka hesaplarının, holding yöneticilerinin şahsi para hareketleri için de kullanıldığı, bunun yanında holdinglerin resmi kayıtlarına girmesi gereken nakit hareketlerinin bir kısmının ise bir kısım kurucu ortakların ya da holding yöneticilerinin şahsi hesaplarında izlendiği saptanmıştır.²⁵⁵

3.3.3.Kar Zarar Ortaklığı Şeklindeki ÇOŞ'in Türleri

Kar ve zarar ortaklığı yoluyla fon toplamanın yaygın bir hal alması ile ortaya çıkan yeni holdinglerin de ayrı bir değerlendirme konusu yapılabilmesini teminen aşağıdaki şekilde ayırmaya gidilebilmesi mümkündür.

²⁵⁵ TBMM, Meclis Araştırması Komisyonu Raporu, s.64

3.3.3.1. Tabela Holdingleri

Sadece para toplama amaçlı ve faaliyeti dahi olmayan adeta “tabela holdingi” olarak adlandırılabilir olan firmalar bu kapsamda değerlendirilebilecektir. Meclis Araştırma Komisyonu Raporu’nda Sermaye Piyasası Kurulu tarafından adreslerinde bulunamayan veya yurtdışında kurulu olduğu belirtilen holding şirketlerinin listesi verilmiş olup bahse konu firmaların büyük çoğunluğunun sadece para toplama amaçlı olarak faaliyet gösterdikleri iddia edilebilecektir. Tabela holdingleri esas itibariyle herhangi bir işletme sahibi olmadıklarından piyasada kar payı oranlarının yükselmesine neden olmakta ve üretim yapan firmalar açısından da haksız rekabete neden olmaktadır. Bu ortaklıkların piyasaya çıkarak ortak arayışına girmeleri ile kar payı oranları daha da yükselmiş ve yüksek oranların cazibesi ile yatırımcıların sayısında artışlar olmuştur.

3.3.3.2. İktisadi Faaliyetleri Olan Holdingler

İktisadi faaliyeti bulunan holdingler denilince Kombassan ve Yimpaş akla ilk gelen isimlerdir. Bahse konu iki şirket ve benzerlerinin ise matbaa, gıda, turizm, hayvancılık, perakendecilik, mobilya ve benzeri konularda yurtiçi ve yurtdışında üretim tesislerine sahip oldukları görülmektedir. Ancak bahse konu üretim ve pazarlama ağlarına sahip olan şirketler de dahi, bilançolardan bağımsız kar payı dağıtılması ve bunların cari faizler veya benzer sektörlerdeki kar payları oranlarının oldukça üzerinde olması; iktisadi faaliyetleri olan holdinglerin de ponzi finansman modeli ile çalıştığını ortaya koymaktadır.

3.3.4. Kar Zarar Ortaklığı Sisteminin Özellikleri

Sistemin işleyişindeki temel özellikler aşağıdaki şekildedir.

3.3.4.1. İşlemlerin Holding Ünvanlı Şirketler Üzerinden Yapılması

İzinsiz halka arz işlemi ile para toplayan şirketlerin hemen hemen tamamının holding ünvanı taşıması dikkat çekicidir. Ticaret Kanunu’nda holdinglerin ayrı bir şirket türü olarak tanımlanmamış olması kolaylığı nedeniyle büyük ve daha çok

şirketin üst kuruluşu olduğu izlenimini uyandırması amacıyla para toplama faaliyetlerinin holding ünvanı taşıyan şirketler aracılığıyla yapıldığı gözlemlenmiştir. Anılan firmalardan bazılarının ünvanları şu şekildedir. 21. Yüzyıl Büyük Anadolu Holding A.Ş., Aksaray Holding AŞ., Endüstri Holding A.Ş., Jetpa Holding A.Ş., Kombassan Holding A.Ş., Avantaj Holding A.Ş., Konya Sanayi Holding A.Ş.

3.3.4.2.Ortaklık Kayıtlarında Ortak Olarak Sadece Kurucu Ortak ve Temsilcilerin Yer Alması

İzinsiz halka arz işlemini gerçekleştiren şirketlerin kayıtlarında yurtdışından ortak adı altında toplanan tutarların yer almadığı bir başka deyişle yurtdışında kar payı ödenen veya ödenecek kişilerin ortaklar pay defterlerinde kayıtlı olmadığı görülmektedir. Bu şekilde şirket kayıtlarının gerçek ortaklık yapısını yansıtmaması, izinsiz halka arz faaliyetlerine ilişkin en önemli hususlardan birisidir. Bu şirketlerden bir kısmı daha sonra Sermaye Piyasası Kurulu'na başvurarak kurul kaydına girmiş ve ortak durumunu belirlemişse de gerçekte hisse senetleri sürekli olarak el değiştirdiğinden kesin ortak sayısının belirlenmesi mümkün değildir.

1980 öncesinde kurulan işçi ve halk şirketlerine yönelik olarak yapılan bir araştırmada, müteşebbis heyetlere alınacaklarda aranan başlıca özellikler, kişinin yüksek bir sermaye ile şirkete katılması ya da fazla miktarda hisse senedi satabileceğine inanılmasıdır. Bu özelliklerden ikincisi yerel halkın ya da yurt dışında hiç olmazsa bir grup hemşehri işçinin güvenini kazanmış olmayı gerektirmektedir.²⁵⁶ Meclis Araştırması Raporu çerçevesinde, 1980 sonrası kar zarar ortaklığı sisteminde de, anılan özelliklere sahip kişilerden hiç olmazsa bir kısmının ya kurucu ortak olarak şirket yönetimlerinde aktif görev aldığı ya da bizzat para toplama faaliyetine giren kişileri oluşturduğu söylenebilecektir.

²⁵⁶ Çok Ortaklı Şirketler, s.43

3.3.4.3.İşlemlerin Temsilciler Aracılığı ile Özellikle Yurtdışındaki Türklere Yönelik Olarak Yapılması

İzinsiz halka arz işlemlerinde, yurtiçinde kurulan şirketlere daha çok yurtdışında ve özellikle Almanya’da ortak aranması sözkonusu olmuştur. İşlemler şirketler tarafından belirlenen temsilciler aracılığı ile gerçekleştirilmiş ve özellikle yurt dışında faaliyet gösteren bu kişilere topladıkları paralar ve yaptıkları işlemler karşılığında komisyon ödenmiştir.

3.3.4.4.Toplanan Fonların Banka ve ÖFK Kullanılmadan Türkiye’ye Kuryeler Vasıtasıyla ya da Sermaye Artırımlarına İştirak Suretiyle Getirilmesi

Yurtdışında toplanan paralar yine kuryeler aracılığı ile Türkiye’ye getirilmektedir. İşlemin bu şekilde tesis edilmesinde bir yandan hisseleri halka arzedilen ortaklığın kayıtlarında bu tutarların yer almaması yanında yatırımcıların da kayıtlara girmemeyi tercih etmesi ve banka ve özel finans kurumlarının aracılık maliyetlerinin yüksekliği rol oynamıştır. Toplanan fonların ülkeye transferi sırasında kullanılan yöntemlerden biri de yurtdışında kurulu ana ortaklığın Türkiye’de kurulu grup şirketlerinin sermaye artırımına iştirak etmesidir.

3.3.4.5. Faaliyete Bağlı Olmayan Kar Payı Dağıtımları

Ortaklık esasına dayanan bir sistemde kar payı oranının yılsonu karına göre belirlenerek hesaplanması gerekirken bahse konu ortaklıklarda faaliyet karı mevcut olmasa dahi kar payı oranının belirlendiği ve dağıtıldığı, ayrıca % 15’lerden başlayan kar payı oranlarının şirketlerin birbiriyle rekabetleri ve çekilişlerin yükseldiği dönemlerdeki nakit sorunları sonucunda % 50’lere kadar yükseldiği, bir kısım firmaların ise temsilciler vasıtasıyla peşinen kar payı oranları açıkladıkları örnekler mevcuttur. Döviz üzerinden sabit oranlı kar payı taahhüdünde bulunulabilmesi ise işletme faaliyetleri çerçevesinde kar elde edebilen şirketler açısından her zaman mümkün olamayabilecek bir husustur.

Diğer taraftan kar zarar ortaklıklarının temel nüvesini oluşturan kar payı sisteminin detaylı olarak incelenmesi, sistemin sonunu getirmesinin ortaya konulması açısından önemlidir. Bu çerçevede kar payı dağıtımını iki başlık altında incelenebilecektir.

3.3.4.5.1.Kar payının tamamen nakit dağıtılması

Kar payının nakit olarak dağıtılması halinde pay sahibinin aldığı kar payı realize olmakta, ancak şirketin faaliyetleri sonucunda dağıttığı oranda kar elde etmemiş olması halinde “Ponzi Finansman” sözkonusu olmaktadır.

Ponzi finansman, vadesi gelen borçların ödenebilmesi için yeniden borçlanma esasına dayanan veya ortaklığa katılım ile taahhüt edilen getirinin, ortaklığa daha sonra giren kişilerin fonlarıyla ödendiği yapılardır. Bu tür bir finansman modeli ortaklıkta sürekli taze para girişi esasına dayandığından, sistemi yürüten yapıların anaparaların iadesi taleplerinin arttığı ve/veya yeni yatırımcı girişinin yavaşladığı dönemlerde ekonomik darboğaza girmesi kaçınılmaz olabilmektedir.

3.3.4.5.2.Kar payı yerine bedelsiz hisse verilmesi

Kar payı yerine emisyon priminden veya yedekler, yeniden değerlendirme değer artış fonu gibi iç kaynaklardan bedelsiz hisse verilmesi durumunda, genelde döviz cinsinden pay satan şirketler, her zaman ve talep halinde hisse senetlerini asgari olarak satış fiyatından satın almayı taahhüt ediyor ve bu taahhütlerini yerine getiriyor ise, şirketin faaliyetleri sonucunda dağıttığı oranda kar elde etmemiş olması kaydıyla Ponzi finansman sözkonusu olmaktadır. Bu tür dağıtımın kar payının nakit olarak dağıtılmasından farkı, ortaklara olan kar payı borcunun peşin yerine vadeli olarak, bir başka ifade ile ortağın hisse senetlerini satmak istediğinde ödemesidir. Bütün ortakların bu şekilde elde ettikleri hisse senetlerini hemen nakde dönüştürmek istemeleri halinde, bu dağıtım şeklinin peşin olarak dağıtılan kar payından bir farkı kalmayacaktır.

Şirket hiç bir durumda hisse senedini geri almıyor ve sadece hisse senedini almak isteyenler ile satmak isteyenler arasında aracılık ediyor ise, hisse senetlerini asgari olarak alış fiyatından satabildiği sürece, katılımcıların kar payı realize olmaktadır. Ancak bu durumda da şirket vaad ettiği kar payını faaliyetleri sonucu elde ettiği kardan finanse etmeyip, dolaylı olarak, hisse senetlerini eski ortaklardan satın alan yeni ortaklara (gelecek dönemlerde aynı kar payından yararlanma ümidi ve vaadiyle) finanse ettirmekte, bunun sonucu olarak da bir nevi Ponzi finansmanın yeni bir saadet zinciri türü ortaya çıkmaktadır.

3.3.4.6.İş ve Sair Menfaatler Sağlanması

Özellikle rekabetin arttığı dönemlerde, iktisadi işletmeye sahip olan şirketler; belli miktarların üzerinde ortak olunması durumunda ortağın ülkeye dönüşünde işe alınmasını veya bir yakının işe yerleştirilmesini taahhüt etmişlerdir.

1980 öncesi kurulan çok ortaklı şirketlere de benzer sayılabilecek amaçlarla ortak olduğu söylenebilecektir. Bu çerçevede, diğer talep sebepleri yanında yörede bir sanayi tesisi kurarak istihdam oluşturmak ve bu tesislerde çalışabilme olanağına kavuşabilmek gibi hususlar hisse sahibi olma sebepleri arasındadır.²⁵⁷

3.3.4.7.Hisse Senetlerinin Geri Satın Alınabilmesi Opsiyonu

Şirketlerce özellikle hastalık, ölüm gibi durumlarda bildirilmesi halinde anaparanın hemen ödenebileceği aksi takdirde birkaç ay içinde anaparanın geri ödeneceği taahhüt edilmiştir. Sisteme katılımın özendirilmesi açısından hisselerin geri alınış fiyatı olarak sisteme girişte ödenen birim fiyatın dikkate alınacağı belirtilmiştir.

3.3.4.8.Ortaklığı Temsil Eden Belgeler "Hisse Senedi ve İlmuhaberler" ya da "Ortaklık Belgesi, Kara İştirak Makbuzu, Hisse Devir Ferağ Beyannameleri"

Türk Ticaret Kanunu çerçevesinde ortaklığı temsil için hisse senetleri ya da hisse senedi yerine geçen ilmuhaberler düzenlenmelidir. İzinsiz halka arzda bulunan şirketlerce

²⁵⁷ Yavaş, s.11

yatırımcılara hisse senedi veya ilmuhaberler verildiği gibi ortaklık belgesi, kara iştirak makbuzu, hisse devir ferağ beyannameleri gibi sadece ilgili kişiler arasında hüküm ifade edebilecek belgelerin de verildiği görülmektedir. Anılan belgelerin olumsuz durumlarda özellikle hukuki olarak önemli bir anlam ifade etmemesi yatırımcıların mağduriyetlerine neden olacaktır.

3.3.4.9.İlan ve Reklamlar

Yurtiçi ve özellikle yurtdışındaki radyo, televizyon ve gazeteler kullanılarak yapılan tanıtım harcamaları büyük boyuttadır. Kataloglarda ve video bantlarında gösterilen resim ve görüntülerin doğru olmayabildiği gibi bahsedilen tutarlarda yatırımın, sermayenin, çalışanların ve karların olmadığı belirtilmektedir. Holdinglerin kendi internet sayfalarındaki bilgiler de doğru olmayabilmektedir. Bunların yanında yazılı ve görsel medya kanallarıyla yapılan reklamlar da yanıltıcı olabilmektedir.

3.3.5.Sistemin Türk Mevzuatındaki Yeri ve Sonuçları

Halka arz Sermaye Piyasası Kanunu'nun Tanımlar başlıklı 3 üncü maddesinin c bendinde; "Halka Arz: Sermaye piyasası araçlarının satın alınması için her türlü yoldan halka çağrıda bulunulmasını; halkın bir anonim ortaklığa katılmaya veya kurucu olmaya davet edilmesini; hisse senetlerinin borsalar veya teşkilatlanmış diğer piyasalarda devamlı işlem görmesini; bu Kanuna göre halka açık anonim ortaklıkların sermaye artırımları dolayısıyla paylarının veya hisse senetlerinin satışını ifade eder." şeklinde tanımlanmış olup 6 ncı maddesinin ikinci fıkrasında; "İlanlar ve açıklamalar gerçeğe uymayan abartılmış veya yanıltıcı bilgileri içermeyeceği gibi Kurul kaydına alınmanın resmi bir teminat olarak yorumlanmasına yol açacak açık veya dolaylı bir ifade taşıyamaz. Kurul, yanıltıcı nitelikte gördüğü reklamları yasaklar." hükümlerine, 1999 yılında ise SPK'na izinsiz halka arzla ilgili olarak "borsada işlem görme şartı getirme, ihtiyati haciz isteme ve altı ay içinde dava açabilme, idarî para cezası verme, halka açık şirketlerin genel kurul toplantılarına gözlemci gönderme, şirket denetimi yerine işlem denetimi gerçekleştirilme" yetkilerinin verildiği ayrıca Sermaye Piyasası Kanunu'nun

izinsiz halka arz faaliyetiyle ilgili diğerk hükümlerinin ise, 22, 45, 46 ve 49 sayılı maddelerde yer aldığı görülmektedir.

Yukarıdaki hükümlere rağmen izinsiz halka arz faaliyetinin yurtdışında gerçekleşmesi nedeniyle Sermaye Piyasası Kanunu'ndaki cezai yaptırımlar ve tedbirlerin olayın gerçekleşmesi aşamasında etkin bir şekilde uygulanması mümkün olamamış, halka arz çalışmalarında vatandaşların dini ve siyasi yaklaşımlarına yönelik yapılan açıklamalar Sermaye Piyasası Kurumu'nun çalışmalarını (yurtiçi ve yurtdışında reklamlar ile uyarılarda bulunulması vb.) sekteye uğratmış, 4616 sayılı "23 Nisan 1999 Tarihine Kadar İşlenen Suçlardan Dolayı Şartla Salıverilmeye, Dava ve Cezaların Ertelenmesine Dair Kanun" uyarınca Cumhuriyet Başsavcılıklarının ve Mahkemelerin verdiği erteleme kararları çerçevesinde SPK tarafından izinsiz halka arz işlemleri ile ilgili olarak yapılan 131 suç duyurusundan 42'si ya da bir başka deyişle yaklaşık üçte biri kaldırılmış, yargı aşamasının uzun sürmesi Sermaye Piyasası Kanunu'ndaki yaptırımların caydırıcılığını olumsuz etkilemiş, SPK tarafından kar zarar ortaklığı sisteminin mevzuata uyumu amacıyla yapılan yeni mevzuat düzenlemeleri bu kapsamda; Tahvillerin Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Tebliği Değişikliği, Kar ve Zarar Ortaklığı Belgelerinin Kurul Kaydına Alınmasına İlişkin Esaslar Tebliği Değişikliği, Oydan Yoksun Hisse Senetlerine İlişkin Esaslar Tebliği Değişikliği, Özel Finans Kurumlarına Aracı Kurumların Acentası Olma Yetkisinin Tanınması, Sermaye Piyasası Kanununa Tabi Anonim Ortaklıkların Genel Kurullarında Birikimli Oy Kullanımına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ gibi özellikle 2003 yılında (sisteme yoğun girişlerin yaşandığı yıllardan sonra) yapılan düzenlemeler sistemin etkin ve verimli bir şekilde çalışmasını sağlayamamış ve sorun giderek büyümüştür.

Konu ile ilgili diğerk kamu kurumları kapsamında bankalar ve özel finans kurumları kullanılmadan ortaklık bedellerinin Türkiye'ye getirilmesi sebebiyle bir başka deyişle kara para mevzuatı ve gerek ortaklık bedellerinin ödenmesi gerekse şirketlerin para tahsilatları boyutları ile ortaya çıkabilecek vergisel konular nedeniyle Maliye Bakanlığı ve şirketlerin sermaye artırımları, ortaklık genel kurulları, ortaklık kayıtları işlemleri boyutunda da Sanayi ve Ticaret Bakanlığı, para toplama işlemlerinin çoğunlukla yurt dışındaki Türk vatandaşlarına yönelik olarak yapılması

nedeniyle Dışışleri Bakanlığı ilgili olarak sayılabılırsa de gerek Sermaye Piyasası Kurumu gerekse ilgili olabilecek diğer kurumların ve gerek ortakların ve gerekse de bunların oluşturdukları dernek, birlik ve benzeri kuruluşların etkin bir koordinasyonu ile sorunların tespiti yapılarak çözümler oluşturulması hususu net olarak tesis edilemememiştir.

3.3.6.Kar Zarar Ortaklıklarının Gelişimi

1980'li yılların sonlarından günümüze kadar, yurt içinden ve dışından yüz binlerce insanın para yatırdığı kar zarar ortaklıkları vasıtasıyla toplanan tutarın ne kadar olduğu konusunda bir fikir birliği mevcut değildir. Medyada çıkan haberlerde 6 milyar Eurodan 15 milyar Euroya kadar değişik tahminler yapılmakla birlikte, konuya ilişkin en kapsamlı araştırma niteliğindeki Meclis Araştırma Komisyonu Raporu'nda ise 78 Holding ve buna bağlı yüzlerce şirketi ilgilendiren fon toplama faaliyetleri ile kesin rakamı tespit edilememekle birlikte ifadelere göre 5 Milyar Euro civarında paranın tasarruf sahiplerinden toplanmasının ve ölkemizin değişik yörelerinde, farklı faaliyet dallarında, çok da iktisadi olmayan bir şekilde yatırımlarda kullanılmasının sözkonusu olduğu vurgulanmıştır.

3.4.REEL SEKTÖR ÇOŞ DENEMELERİNİN DEĞERLENDİRİLMESİ

Türkiye'de özel sektör tarafından ihraç edilen sermaye piyasası araçlarına olan güveni sarsması ve ekonomik yapı içerisinde tasarrufların yatırıma dönüşmesi dolayısıyla yeni yatırım faaliyetlerinin ortaya çıkmasını geciktirmesi nedeniyle 1960'lı yıllarda özellikle küçük tasarruf sahiplerinde olumsuz etkiler bırakan Hastaş A.Ş.'nin başarısızlığı sonrasında yepyeni bir sanayi girişimi dikkati çekmeye başlamıştır. Bu da, yurt dışına çalışmaya gitmiş olan işçiler tarafından başlatılmış "Çok Ortaklı Şirketler" olgusudur. ÇOŞ'ler; yurt dışındaki işçilerin tasarrufları ile kurdukları işçi şirketi düşüncesi ile başlamış, halk şirketi ve halka açık A.Ş.'ler, gelişme trendindeki diğer yapı taşlarını oluşturmuşlardır.

1966 yılında duvar kağıdı ve diğer kağıt mamulleri üretimine başlayan Türksan ilk işçi şirketi olarak ortaya çıkmış, ikinci işçi şirketi ise 1967 yılında plastik ürün ve torba üretimine başlayan İşbir Holding olmuştur. Yurt dışındaki Türk işçilerinin başlattığı “İşçi Şirketleri” olgusu, önemli bir kısmı aynı yörenin insanlarından oluşan “Hemşeri Şirketleri” şeklinde devam etmiştir. Kamu ve özel sektörün dışında halk sektörü olarak adlandırılan üçüncü sektöre ilişkin teşviklerin etkisiyle 1972-1976 yılları arasında kurulan ortaklıkların sayısında hızlı bir artış ortaya çıkmıştır. Halk girişimlerinin kuruluş yıllarına göre bir değerlendirme yapıldığında da değerlendirme dönemindeki şirketlerin yaklaşık % 75’inin 1972-1976 yılları arasında kurulduğu sonucuna ulaşılmıştır. 1977-80 döneminde halk şirketi kuruluşu konusunda yavaşlama olmuş, 1980’den sonra ise Desiyab destekli birkaç yatırım dışında şirket kurulmamıştır. Bu şekilde bir heyecan kaynağı olarak ortaya çıkan başarılı bir girişimin ardından (Türksan A.Ş. örneği) zamanla, sayısı konusunda kesin bir rakam oluşturulamayan ancak yapılan incelemelerde yaklaşık rakamlarla yetinilen çok sayıda şirket kurulmuş ancak 1980’li yılların ilk yarısına kadar büyük bir çoğunluğu faaliyetlerine son vermek veya hakim ortak kontrolüne geçmek zorunda kalan çok ortaklı şirket denemeleri dönemi kapanmıştır.

Sınai mülkiyetin tabana yayılması düşüncesinin bitişine sebep olan hususlar nelerdir dendiğinde genel olarak işletme sermayesi yetersizliği, yönetim bozukluğu, kuruluş yeri hataları, kalifiye yönetici ve işçi noksanı, kredi temini güçlükleri gibi bir çok hususun üzerinde durmak gerekli olabilmekle beraber işçi şirketlerinde, yönetim ve organizasyon sorunlarının kuruluş aşamasında başladığı ve büyüyerek, işletme aşamasında çözülmesi oldukça zor bir duruma dönüştüğü ifade edilmektedir. Bahse konu gelişim, yapılan çalışmalarda detaylı olarak tartışılmış, çözüm önerileri üzerinde durulmuş ve bir takım müspet gelişmeler sağlanmışsa da, 1980’li yıllardan sonra işçi şirketlerinin sorunları daha da büyümüş ve işçi teşebbüslerinin önemli bir kısmının işi yürüten bir ekibe sahip olmamaları nedeniyle genellikle bir cemiyet faaliyetine dönüştükleri ve arzu edilen randımanı alamadıkları dile getirilmiştir. Sorunların büyümesi medya da geniş yankı bulmuş halk girişimlerinin “garibanlar şirketi” olarak nitelendirilmesi yanında kötü yönetim, kötü yöneticiler, yapılan istismarlar, cemiyet

tarzı yönetim, hatalı kararlar gibi sahipsizliğin ortaya çıkardığı hususlar sorgulama konusu yapılmıştır.

1980 sonrasında ise, nüvesini 1960-80 dönemindeki işçi şirketlerinden aldığı söylenebilecek ve bir başka çok ortaklı şirket modeli olarak adlandırılabilir kar zarar ortaklığı modellerinin reel sektörde yerini aldığı, bunların da iktisadi anlamda verimli çalışmamaları ve hukuki alt yapının gerektiği şekilde kurulamaması, sistemin istismar edilmesi ve benzeri bir çok faktörün etkisiyle oldukça olumsuz bir noktaya geldikleri görülmektedir.

Genel olarak, izinsiz halka arz yoluyla fon toplama faaliyetinde bulunulmak üzere öncelikle son derece sınırlı sayıdaki kurucu ortaklar tarafından düşük sermayeli bir şirket kurulmuş ve kuruluşun hemen akabinde sermaye artırımına gidilerek, özellikle yurt dışındaki işçilere yönelik çoğu kez yalan, yanıltıcı, dini ve milli duyguları istismar edici ilan ve reklamlarla, kurulan şirketin tanıtımına ve ortak arayışına geçilmiştir. Fon toplama faaliyetlerinin, esas itibariyle yurt dışındaki temsilciler vasıtasıyla ibadet yerlerinde veya sair mekanlarda yapılan toplantılarda ya da yüz yüze görüşmelerde potansiyel yatırımcıların iknası suretiyle gerçekleştirildiği ve makbuz ya da sermaye piyasası mevzuatına göre ortaklık hakkı vermeyen sair belgeler karşılığında yapıldığı anlaşılmaktadır. Temsilciler vasıtasıyla toplanan fonlar, esas itibariyle bankacılık sistemi kullanılmaksızın yurda sokulmuştur. Yukarıda belirtilen hususlara ek olarak, izinsiz halka arz yoluyla fon toplayan holdinglerin banka hesaplarının, holding yöneticilerinin şahsi para hareketleri için de kullanıldığı, bunun yanında holdinglerin resmi kayıtlarına girmesi gereken nakit hareketlerinin bir kısmının ise bir kısım kurucu ortakların ya da holding yöneticilerinin şahsi hesaplarında izlendiği saptanmıştır.

Bu çerçevede, 1980 sonrası ortaya çıkan çok ortaklı şirketlerin ikiye ayrılarak incelenmesi mümkün olup ilk olarak “Tabela Holdingi” olarak nitelendirilebilecek olan kar payı organizasyonlarının; herhangi bir yatırımlarının olmaması, ticari icapların oldukça üzerinde kar payı vaatleri ve ponzi finansman yoluyla sistemi çalıştırabilen yapılar oldukları görülmektedir. İkinci bir kategori içine ise iktisadi yatırımları olan şirketler alınabilir.

Gerek 1960-80 döneminde kurulan çok ortaklı şirketler gerekse 1980 sonrasında ortaya çıkan kar zarar ortaklığı modelleri birarada değerlendirildiğinde; Türk reel sektöründe çok ortaklı şirket denemelerinin büyük oranda başarısızlıkla sonuçlandığı ve başarılı olan az sayıdaki işletmenin başarısının ise bir raslantı olarak halka gönül vermiş, inançlı, birkaç yönetici liderin istisna sayılabilecek varlığına bağlanabileceği belirtilmektedir.

Yapılan açıklamalar çerçevesinde incelenen gelişimde başarısızlığın pek çok nedeni sayılabilecekse de temelde ne 1960-80 döneminin işçi şirketleri, hemşehri şirketleri, halk şirketlerinde ne de 1980 sonrası kar zarar ortaklığı modellerinde fiilen var olmayan grup “hissedarlar”dır. Bir başka deyişle, Türkiye’de ortakların olmadığı ya da hukuken varolmalarına rağmen fiiliyatta herhangi bir şekilde varlıklarını hissettiremedikleri ve hakim ortağı da olmayan hemen hemen tüm çok ortaklı şirket modelleri (istisna sayılabilecek az sayıda başarılı olmuş firmalar hariç olmak üzere) ya tasfiyeye ya da hakim ortak kontrolüne geçiş ile sonuçlanan bir şirket serüveni yaşamıştır. Kar zarar ortaklığı modelleri ise ortaklar açısından, ortaklığın geleceği ile ilgili belirsizlik içinde faaliyet göstermektedirler.

DÖRDÜNCÜ BÖLÜM

TÜRK BANKACILIK SEKTÖRÜ

VE

ÇOK ORTAKLILIK

4.1.BANKALAR KANUNLARINDA SAHİPLİK HÜKÜMLERİNİN GELİŞİMİ

Banka hissedarlığına ilişkin olarak cumhuriyet tarihindeki bankacılık sektörüne yönelik kanuni düzenlemeler aşağıdaki şekildedir

4.1.1. 2243 sayılı Mevduatı Koruma Kanunu

Cumhuriyetin kuruluşunu izleyen yıllarda önem kazanmaya başlayan bankacılık girişimleri bu konuda düzenlemelere gidilmesini gerekli kılmış ve 30.05.1933 tarihinde 2243 sayılı “Mevduatı Koruma Kanunu” yürürlüğe girmiştir. Mevduatı Koruma Kanunu’nda ağırlık mevduatın korunması olmakla birlikte, kredi sınırı ve bankaların denetlenmesine ait hükümlere yer vermesi nedeni ile bu Kanun genelde ilk “Bankalar Kanunu” olarak anılmaktadır. Anılan Kanun ile bankaların anonim, hisse senetli komandit veya limited şirket şeklinde kurulması benimsenmiş ve bankaların mevduat kabulüne başlayabilmesi için faaliyette bulunduğu yörenin nüfusuna göre Kanun’da gösterilen miktarlarda en az ödenmiş sermaye ve yedek akçe toplamına sahip olması zorunlu kılınmıştır.²⁵⁸

4.1.2. 2999 sayılı Bankalar Kanunu

Mevduatı Koruma Kanunu’nun mevduat dışındaki bankacılık alanlarını kapsam dışı bırakması karşısında ortaya çıkan gereklilikler, 2999 sayılı Bankalar Kanunu’nun

²⁵⁸ Öztin Akgüç, *Cumhuriyet Döneminde Bankacılık Alanındaki Gelişmeler*, T. Bankalar Birliği Yayınları Yayın No:71, Ankara, 1975, s.43

1.6.1936 tarihinde kabul edilmesiyle sonuçlanmıştır. Yeni Bankalar Kanunu Mevduatı Koruma Kanunu ilkelerini aynen almış ayrıca yeni hükümlere yer vermiştir. Genel müdürün yönetim kurulunun tabii üyesi olması, kredi komitelerinin kurulması bu yeniliklerden bazıları olarak sayılabilir. Ayrıca 2999 sayılı Kanun çerçevesinde, bankaların anonim ortaklık olarak kurulması mümkün olduğu gibi limited veya hisseli komandit ortaklıklar olarak kurulması esası aynı şekliyle devam etmiştir.²⁵⁹

4.1.3. 7129 sayılı Bankalar Kanunu ile 28 ve 70 sayılı Kanun Hükmünde Kararnameler

2999 sayılı Bankalar Kanunu'nun yürürlük süresi içindeki 1950'li yıllarda ekonomik ve sosyal yapıdaki değişiklikler bankacılığın yeniden ele alınması gereğini ortaya çıkarmış ve 7129 sayılı Bankalar Kanunu, 23.06.1958 tarihinde yürürlüğe girmiştir. Mülga Kanun'un 4 üncü maddesine göre bankacılıkla uğraşacak anonim ortaklıklarda pay senetlerinin yarıdan fazlasının (% 51) nama yazılı olarak çıkarılması gerekir. Bu hükümle güdülen amaç -Kanun'un Gerekçesinde belirtildiği gibi- banka genel kurullarında çoğunluğu ellerinde tutan "hissedarların % 51'inin belli edilmesi ve senetler elden ele dolaşırken, şahısların hüviyetlerinin yakından izlenmesi" konularında resmi denetim organlarına olanak sağlamaktır.

Dördüncü maddede ayrıca banka genel kurullarında oya katılma hakkı bulunan paydaş sayısının 20'den az olmaması gerektiği ifade edilmiştir. Bu sınırlamanın nedeni -Kanun'un Gerekçesinde- bankaların mahdut ellerde toplanmış sermaye ile iktisadi hayatta belli menfaatlere hizmet etmelerine engel olmak şeklinde açıklanmıştır. Bununla birlikte bankanın kuruluşundan sonra paydaş sayısının 20'nin altına düşmesine rağmen hiçbir tedbire başvurmeyen yöneticileri cezalandırabilecek bir yaptırım da öngörülmüş değildir.²⁶⁰ Bir başka deyişle Kanun'un cezai hükümlerinde ortak sayısının 20'nin altına düşmesi ile ilgili cezai bir yaptırım öngörülmemiştir. Diğer taraftan, Kanun'un 14. maddesiyle banka genel kurullarında oya iştirak edebilmek

²⁵⁹ Tezer Öcal, **Türk Banka Sistemi**, Ankara İktisadi ve Ticari İlimler Akademisi Yayınları, Yayın No:59, Ankara, 1973, s.26

²⁶⁰ Ali Sait Yüksel, **Bankacılık Hukuku ve İşletmesi**, İstanbul, 1974. s.27-28

için her hissedarın sahip olması gereken hisse miktarının hiçbir şekilde 20 hisseden fazla olarak tespit edilemeyeceği belirtilmiş olup yüksek düzeyli limit rakamlar belirlenerek banka genel kurullarına girişi güçleştirip belli kişilerin hakimiyetinin önüne geçilmesi amaçlanmıştır.²⁶¹ Kanun'un 4 ve 14. maddelerindeki düzenlemeye karşın amaçlanan hususların bahse konu madde içerikleri ile sağlanamayacağı konusu eleştirilmiştir. Şöyleki, 50 milyon lira sermayeli bir bankanın hisse senetlerinin 26 milyonu nama yazılı ise banka sahiplerinin belirginliği açısından bir sorun kalmamaktadır. Diğer taraftan, bu 26 milyon hisse 20 kişi arasında dağıtılmışsa ikinci koşulda gerçekleşmiş olmaktadır. Bu hisse dağılımında 25 milyon civarındaki hisse bir kişiye, kalan yaklaşık bir milyonun 19 kişiye ait olması durumunda, bu banka tamamen bir kişinin yönetiminde demektir ve böyle bir oluşum sonucunda tasarrufların güvenceli ellerde toplandığından bahsedilemeyecektir.²⁶²

7129 sayılı Bankalar Kanunu'nun dördüncü maddesindeki bir diğer hüküm "Bütün hisse senetlerinin menkul kıymetler borsasına kote edilmesi"dir. Bu zorunluluğun gayesi, banka hisse senetlerinin tedavülünde aleniyeti sağlamak ve bunları borsa denetimi altına almaktır. Bir başka deyişle, banka hisse senetlerinin fiyat oluşumunda borsa sistemi ile denetim sağlayarak muvazaalı muamelelerin önlenmesi temin edilmeye çalışılmıştır.

Ayrıca, bankaların anonim şirket olarak kurulma zorunluluğu da bu Kanun ile getirilmiş olup bu husus; Kanun'un gerekçesinde şöyle açıklanmıştır. "Bankacılık bugün ulaştığı tekamül safhasında, yalnız ortaklarının menfaatini istihdaf alemumum ticaret şirketlerinden farklı bir mahiyet arzylemiştir. Bu bakımdan iktisadi hayattaki yeri ve ehemmiyeti gittikçe artan bu müesseseler için idare ve murakabelerindeki demokratik esaslar ve temsil ettikleri sermaye kudreti ile anonim şirketler bankaların bünye ve fonksiyonları ile en iyi tarzda imtizaç edebilecek şirket şekli olarak görülmektedir." Bu çerçevede anonim şirketler için idare ve murakabelerindeki demokratik esaslar ifadesinin kullanılması eleştirilmişse

²⁶¹ Faik Y. Başbuğ, *Yasal ve Ekonomik Açından Türk Banka İşletmeciliği Sorunlar Öneriler*, İstanbul, 1979. s.60

²⁶² Başbuğ, s.44

de, limited ve hisseli komandit şeklinde banka kuruluşu bu Kanun ile ortadan kaldırılmıştır.²⁶³

7129 sayılı Kanun detaylı bir düzenleme olmasına rağmen 28 ve 70 sayılı Kanun hükmünde Kararnameler ile bankacılık sektörünün ihtiyaçlarına cevap vermek amacıyla değişiklikler yapılmıştır. Her iki düzenlemenin en önemli özelliği kredi ve yatırımlara ilişkin sınırlamaların tam olarak uygulanmalarını sağlamak amacıyla banka sahipliğinin abartılı bir şekilde sınırlara bağlanmasıdır. 28 sayılı KHK ile payların tamamının ada yazılı olması gerekliliği getirilmiştir. Bunun amacı ise pay sahiplerinin anonimliklerini bertaraf ederek pay devirlerine, genel kurullarda temsilci olarak oy kullanmaya, kredi ve faiz sınırlamalarına, iştiraklere kredi tahsisine, TMSF'ndan yararlanmaya, şahsi sorumluluğa ilişkin hükümlerin uygulanmalarını denetlemektir.

Banka pay sahiplerinin sayısının 100'den az olamayacağı da 28 sayılı KHK ile mevzuata girmiş olup bu hükmün, bankacılıkta tekelleşmeyi önlemeye ve özel bankaların mülkiyet ve yönetimlerinin belli ellerde toplanmasına engel olmaya yönelik bulunduğu şüphesizdir. Aksi halde bankaların kaynaklarının kullanılmasında bankacılık prensiplerinden uzaklaşmaları; mülkiyet ve yönetimlerini ellerinde bulduranların amaçları doğrultusunda faaliyette bulunmaları tehlikesi vardır. Ayrıca bankaları halka açmanın amaçlandığı da ifade edilmiştir. Ancak 28 sayılı Bankalar Hakkında Kanun Hükmünde Kararname ile hukukumuza giren bu emredici hükmün; bankaların halka açılmasını, banka pay senetlerinin tabana yayılmasını sağlayamadığı, aksine bankaların halka açık olmalarının hukuk sistemimiz içinde kabulü güç bir çelişki yarattığı savunulmuştur. Çelişkinin özellikle bankaların, Kanunun sistemi gereği mümkün olduğu kadar büyük bir özkaynağa sahip olmak zorunda buldukları için yeterli kar dağıtmamak ve sık sermaye artırımını yapmak zorunda olmaları ve banka pay sahipliğinin halka yayılması halinde bunun halk yönünden sakıncalar doğuracağı ve onları zarara uğratabileceği görüşüne dayanmaktadır.²⁶⁴

²⁶³ Faruk Erem, Akın Altınok ve Haluk Tandoğan, **Bankalar Kanunu Şerhi**, Banka ve Ticaret Hukuku Enstitüsü, Yayın No:229, Ankara 1989, s.5

²⁶⁴ Ünal Tekinalp, **Banka Hukukunun Esasları**, İstanbul, 1988, s.103

Bir kişinin sahip olduğu hisselerin belli oranları aşması veya bir kişinin sahip olduğu hisselerin belli oranların altına düşmesi sonucunu veren hisse devirlerinin izne bağlanmasına ilişkin sınırlamalara da 70 sayılı KHK ile getirilen düzenlemelerde rastlanılmaktadır.

4.1.4. 3182 sayılı Bankalar Kanunu ile 512 ve 538 sayılı Kanun Hükmünde Kararnameler

70 sayılı Kanun Hükmünde Kararname 2 Mayıs 1985 tarihinde bazı değişikliklerle 3182 sayılı Bankalar Kanunu olarak yürürlüğe girmiştir. 3182 sayılı Kanun'un ilk şeklinde bankaların anonim ortaklık olarak kurulmaları, ortak sayısının 100'den az olmaması, hisse senetlerinin tamamının ada yazılı olması, nakit karşılığı çıkarılması, itibari değerlerinin yüzbin lirayı geçmemesi gibi hususlar yer almıştır. 3182 sayılı Kanun; zaman içerisinde çıkarılan kanunlarla değişikliklere uğramış, en önemli değişiklikler ise 512 sayılı Kanun Hükmünde Kararname ile yapılmıştır. 512 sayılı Kanun Hükmünde Kararname'nin iptali sonrasında 538 sayılı Kanun Hükmünde Kararname yürürlüğe girmiştir.

İzleyen dönemlerde bir çok yeni düzenlemeye gidilmiş ve bu bağlamda asgari 100 ortak kaydı da kaldırılmıştır. Daha önce de belirtildiği üzere, hakim ortağın hisselerin çoğunluğunu toplayarak küçük hissedarlar ile sayıyı tutturmasının mümkün olması nedeniyle uygulamada fazla bir anlam ifade etmeyen düzenlemenin kaldırılması yerinde olmuştur. Kurulacak veya faaliyette bulunan bankalarda bir gerçek veya tüzel kişinin sahip olabileceği pay oranı ile ilgili olarak kısıtlama bulunmaması nedeniyle asgari 100 ortak kaydının şekli bir özellik taşıdığı açıktır. Bir başka ifadeyle, bir kişinin hisselerin çoğunluğunu elinde toplayarak 99 kişiye de oldukça az miktarda hisse senedi vererek bankacılık yapmasının önünde bir engel bulunmamaktadır.

Ayrıca, hisse senetlerinin tamamının ada yazılı olması hususu korunmuştur. 7129 sayılı Bankalar Kanunu'ndaki hisse senetlerinin % 51'inin ada yazılı olması şartı, 28 sayılı Kanun Hükmünde Kararname ile hisse senetlerinin tamamının ada yazılı olması şeklinde değiştirilmiş, 3182 sayılı Bankalar Kanunu'nda da, banka

hisselerinin tamamının ada yazılı olmasının kimlerin hissedar olduğunun tespiti açısından çok sınırlı bir yarar sağlayabileceği ileri sürülmesine rağmen herhangi bir değişikliğe gidilmemiştir. Zira Kanun'a göre hisseleri hamile yazılı olduğu için ortakları veya sahipleri bilinmeyen anonim şirketler, diledikleri oranda bir bankanın ada yazılı hisse senedini alabilecekler ve ortak şirket olduğu halde banka sahiplerinin tespiti mümkün olmayacaktır.²⁶⁵

Banka sermayelerine küçük tasarruf sahiplerinin katılmasına imkan sağlanmak istendiğinden diğer anonim ortaklıklardan farklı olarak hisse senetlerinin azami miktarının tespiti yoluna gidilmiştir. 7129 sayılı Bankalar Kanunu'nda bin, 28 sayılı Kanun Hükmünde Kararname'de onbin olan değer; 70 sayılı Kanun Hükmünde Kararname ile yüzbin liraya yükseltilmiş, 3182 sayılı Kanun'da da en son olarak bir milyar lira olarak yer almıştır. Türk Ticaret Kanunu'nun anonim şirketlerin hisse senetlerinin en az beşyüz lira olacağı yönündeki hükmü ile bir arada değerlendirildiğinde bankaların pay senetlerinin beşyüz ile bir milyar lira arasında olabileceği söylenebilecektir.

Diğer taraftan, sermayenin % 10 ve daha fazlasını temsil eden veya bir kişiye ait sermaye payının bu oranı aşması sonucunu veren hisse senedi devirlerinin Müsteşarlığın iznine tabi olduğu yönündeki 3182 sayılı Kanun hükmü; 538 sayılı KHK ile bir kişinin banka sermayesinin % 5'i veya daha fazlasını temsil eden payları edinmesi veya bir ortağa ait payların banka sermayesinin % 5, % 33 veya %50'sini aşması sonucunu veren hisse edinimleri ile bir ortağa ait payların bu oranların altına düşmesi sonucunu veren hisse devirlerinin Hazine Müsteşarlığı'nın iznine tabi olduğu şeklinde değiştirilmiştir. 538 sayılı KHK de pay devri ile ilgili sınırlamalar yeniden düzenlenirken, bununla bankanın büyük ortaklarının takibinin amaçlandığı belirtilmiştir.

4.1.5. 4389 sayılı Bankalar Kanunu ve 5411 sayılı Bankacılık Kanunu

4389 sayılı Bankalar Kanunu'nun gerekçesinde;

²⁶⁵ Seza Reisoğlu, **Bankalar Kanunu Şerhi**, Ankara, 1997, s.50

“Bu çerçevede hazırlanan tasarı ile getirilmek istenen yenilikler aşağıda belirtilen şekilde özetlenebilir.

1.Denetim ve gözetim yetkisinin daha etkin bir şekilde kullanılabilmesini teminen, Kanunun çeşitli maddelerinde öngörülen izinleri verme yetkisine, Kanunun temel ilkeleri belirleme işlevine ve siyasi otoriteden bağımsız karar alma yetkisine sahip özerk bir statüde “Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu” kurulmaktadır.

2.Banka sahipliği ve yönetiminin denetim altına alınması ve piyasaya girişte yeterli ve sağlıklı özkaynak aranması suretiyle mali piyasalarda güven ve itibarın tesisi amaçlanmaktadır.

3.Denetimin etkinliği caydırıcı ve zamanında uygulanabilen yaptırımların varlığına bağlıdır. Ayrıca ekonomik suça ekonomik ceza verilmesi esastır. Bu yaklaşımdan hareketle, idari para cezası uygulanmasına ilişkin düzenleme getirilmekte, adli cezaların ise izinsiz faaliyette bulunmak ve kanun denetiminin etkinliğinin azaltılmasına yol açan eylemler başta olmak üzere, önemli ve istisnai hallerde uygulanması öngörülmektedir.”

4389 sayılı Bankalar Kanunu sonrasında 4491 sayılı Kanun, 5411 sayılı Bankacılık Kanunu ve 5472 sayılı Bankacılık Kanunu’nda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun’la Türk bankacılık sektörüne yönelik oldukça önemli yeni düzenlemeler yapıldığı, sistemden çıkışlarla sürekli güç kaybeden bankacılık sektöründeki erimeyi durduracak etkin önlemlerin alınmaya çalışıldığı gözlemlenmektedir. Bahse konu mevzuat düzenlemeleri ile Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu oluşturulmuş, Bakanlar Kurulu’nun banka kuruluşuna izin verme, bankacılık işlemleri yapma ve mevduat kabulü izninin kaldırılması başta olmak üzere yetkileri bu Kurul’a bırakılmış, kamu bankası ve özel banka ayırımına son verilmiş, banka iflasları veya Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu’na devirlerde banka ve ortaklarına ilişkin detaylı düzenlemeler oluşturulmuş, ekonomik suça ekonomik

ceza ilkesinin bir sonucu olarak idari ve adli cezalar uygulanması gibi bir çok yeni hüküm tesis edilmiştir.²⁶⁶

Yeni düzenlemeler sonucunda; asgari ortak kaydının kaldırıldığı, buna karşılık hisse senetlerinin nakit karşılığı çıkarılmış olması ve tamamının ada yazılı olması hükümlerinin geçerliliğini koruduğu görülmektedir. Bankaların yine anonim şirket şeklinde kurulması geçerliliğini korumaktadır. Diğer taraftan, banka hisse senetlerinde itibari değer uygulaması ve hisse senetlerinin menkul kıymetler borsasına kote edilmesi uygulamaları da kaldırılarak uygulamanın bu konudaki genel düzenlemelere göre yürütülmesi amaçlanmıştır. Bunun yanında kanun koyucunun tüzel kişi kurucuların yönetim ve denetimine sahip gerçek kişilerin kim olduğunun belgelenmesi ve kurucularda aranan şartları taşımasını madde hükmüne taşıdığı görülmektedir.

4.1.6.Bankalar Kanunlarındaki Sahiplikle İlgili Hükümlerin Gelişiminin Değerlendirilmesi

Cumhuriyet dönemi Bankalar Kanunlarında yer alan sahipliğe ilişkin hükümlerin temel esaslar halinde değerlendirilmesi ise aşağıdaki şekildedir.

4.1.6.1.Ortaklık Türü İtibariyle

İlk olarak Mevduatı Koruma Kanunu'nda belirlenen bankaların anonim, hisse senetli komandit veya limited şirket şeklinde kurulması ilkesi, 2999 sayılı Bankalar Kanunu ile korunmuş ve 7129 sayılı Kanun'da ise anonim şirketlerin idare ve murakabelerindeki demokratik esaslar ön plana alınarak sadece anonim ortaklık olarak kurulabileceği hükme bağlanmıştır. 3182 sayılı Bankalar Kanunu ile 4389 sayılı Bankalar Kanunu ve sonrasında 4491 sayılı Kanun, 5411 sayılı Bankacılık Kanunu ve 5472 sayılı Bankacılık Kanunu'nda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun'la yapılan düzenlemelerde de anonim şirket şeklindeki örgütlenmenin herhangi bir değişikliğe uğramadığı görülmektedir.

²⁶⁶ Seza Reisoğlu, **Bankalar Kanunu Şerhi**, Ankara 2000, s.15-16

4.1.6.2.En Az Ortak Kaydı İtibariyle

7129 sayılı Bankalar Kanunu banka genel kurullarında oya katılma hakkı bulunan paydaş sayısının 20'den az olmaması gerektiğini belirtmiş, 3182 sayılı Kanun ise ortak sayısının 100'den az olmaması hükmünü getirmiştir. İzleyen dönemlerde yapılan yeni düzenlemeler çerçevesinde asgari 100 ortak kaydı da kaldırılmış olup hakim ortağın hisselerin çoğunluğunu toplayarak küçük hissedarlar ile sayıyı tutturmasının mümkün olması nedeniyle eleştirilen ve uygulamada fazla bir anlam ifade etmeyen düzenlemenin kaldırılması yerinde olmuştur.

4.1.6.3.Hisse Senetlerinde Azami Değer Tespiti İtibariyle

Banka sermayelerine küçük tasarruf sahiplerinin katılmasına imkan sağlanması amacıyla diğer anonim ortaklıklardan farklı olarak hisse senetlerinin azami miktarının tespiti yoluna gidilmesi uygulaması 7129 sayılı Bankalar Kanunu ile başlamış ve bin lira olarak belirlenen itibari değer; 28 sayılı Kanun Hükmünde Kararname ile onbin liraya ve 70 sayılı Kanun Hükmünde Kararname ile de yüzbin liraya yükseltilmiştir. En son olarak 3182 sayılı Kanun'da bir milyar TL olarak belirlenen sınır; uygulamanın bu konudaki genel düzenlemelere göre yürütülmesi açıklaması çerçevesinde 4389 sayılı Yasa ile kaldırılmıştır.

4.1.6.4.Hisse Senetlerinin Nama Yazılı Olması Şartı İtibariyle

7129 sayılı Bankalar Kanunu'ndaki hisse senetlerinin % 51'inin ada yazılı olması şartı, 28 sayılı Kanun Hükmünde Kararname ile hisse senetlerinin tamamının ada yazılı olması şeklinde değiştirilmiş, 3182 sayılı Bankalar Kanunu ve 4389 sayılı Bankalar Kanunu'nda da korunmuştur. Ayrıca, 4389 sayılı Kanun'a, banka kurucuları arasında yer alan tüzel kişilerde, yönetim ve denetimi elinde bulunduran gerçek kişi ortakların kimliklerinin belgelendirilmesi ve bu kişilerin banka kurucularında aranan şartları taşıması gerektiği hususu, banka sahipliğinin daha sağlıklı bir şekilde izlenmesini teminen eklenmiştir.

4.1.6.5.Menkul Kıymetler Borsasına Kote Şartı İtibariyle

7129 sayılı Bankalar Kanunu'nun dördüncü maddesindeki "Bütün hisse senetlerinin menkul kıymetler borsasına kote edilmesi" hükmü 28 ve 70 sayılı KHK'ler ile 3182 sayılı Kanun'da korunmuş ve 4389 sayılı Kanun'un yasalaşması sırasında uygulamanın genel hükümlere göre yürütülmesi amacıyla kaldırılmıştır.

4.1.6.6.Belli Miktarları Aşan Hisse Devirlerinin İzne Tabi Olması İtibariyle

İlk olarak 70 sayılı KHK ile düzenlenen ve bir kişinin sahip olduğu hisselerin belli oranları aşması veya bir kişinin sahip olduğu hisselerin belli oranların altına düşmesi sonucunu veren hisse devirlerinin izne bağlanmasına ilişkin sınırlamalar, 3182 sayılı Kanun döneminde de sermayenin % 10 ve daha fazlasını temsil eden veya bir kişiye ait sermaye payının bu oranı aşması sonucunu veren hisse senedi devirlerinin Müsteşarlığın iznine tabi olduğu şeklinde kanunlaşmış, 538 sayılı KHK ise madde metnini, bir kişinin banka sermayesinin % 5'i veya daha fazlasını temsil eden payları edinmesi veya bir ortağa ait payların banka sermayesinin % 5, % 33 veya %50'sini aşması sonucunu veren hisse edinimleri ile bir ortağa ait payların bu oranların altına düşmesi sonucunu veren hisse devirlerinin Hazine Müsteşarlığı'nın iznine tabi olduğu şeklinde değiştirilmiştir. 4491 sayılı Yasa ile değişik 4389 sayılı Bankalar Kanunu'nda madde hükmü; "Bir kişinin doğrudan veya dolaylı olarak banka sermayesinin yüzde onunu ve daha fazlasını temsil eden payları edinmesi veya bir ortağa ait payların banka sermayesinin yüzde on, yüzde yirmi, yüzde otuz veya yüzde ellisini aşması sonucunu veren pay edinimleri ile bir ortağa ait payların yukarıdaki oranların altına düşmesi sonucunu veren pay devirleri Kurulun iznine tabidir" şeklinde değiştirilmiştir.

4.2.FAALİYETLERİ BAŞARISIZLIKLA SONUÇLANAN ÇOK ORTAKLI BANKALAR

Bankacılık sektöründeki 1950’li yıllardan itibaren kurulan çok ortaklı bankalar ile ilgili bilgilere aşağıda yer verilmektedir. Türk bankacılık sektöründeki banka sayısının azlığı nedeniyle bu bölümde çok ortaklı olarak kabul edilebilecek bankalar ayrı ayrı değerlendirme konusu yapılmıştır.

4.2.1.Tutum Bankası T.A.O.

Tutum Bankası T.A.O. tüm bankacılık işlemleri ile iktisadi ve ticari faaliyetlerde bulunmak üzere 26.01.1948 tarihinde İstanbul'da faaliyete geçmiştir. Banka, İnhisarlar (Tekel) İdaresi Mensupları ile bu idare mensupları tarafından kurulmuş bulunan İnhisarlar Yardım Cemiyetinin ortaklığı ile kurulmuştur.

Banka bünyesinde kaynak yetersizliği nedeniyle büyük sıkıntıların başlaması, sevk ve idare kademelerinin banka mali bünyesini olduğundan başka gösterme konusundaki sahipsiz olmayan aşırı gayretleri ve basiretle bağdaştırılması mümkün bulunmayan yönetim hataları Banka'nın tasfiye nedenleri arasında sayılmaktadır.²⁶⁷

1956 yılında Banka taahhütlerini ifa edemez hale gelmiş ve yönetimi T. Emlak Kredi Bankası'na tevdi edilmiştir. Banka'nın Türkiye Emlak Kredi Bankası yönetimi altında iken yaşatılma çabaları da sonuç vermemiş ve 1963 yılında yine aynı Banka nezaretinde tedricen tasfiyesine başlanmış ve 1986 yılında tasfiye işlemleri tamamlanmıştır.²⁶⁸

4.2.2.Türkiye Eski Muharipler Bankası T.A.O. (Muhabank)

Muhabank; Türk ordusunda hizmet etmiş ve etmekte olanlarla, bunların dul ve yetim çocuklarının iştirak ettikleri sermaye yapısı ile 1949 yılında kurulmuştur.

²⁶⁷ Başbakanlık Yüksek Denetleme Kurulu, **Tasfiye Halinde Tutum Bankası T.A.Ş. 1967 Yılı Raporu**, TBMM Kütüphanesi, Ankara, 1967, s.1

²⁶⁸ Başbakanlık Yüksek Denetleme Kurulu, **Tasfiyesi Tamamlanan Tutum Bankası T.A.Ş. 1986 Yılı Raporu**, TBMM Kütüphanesi, Ankara, 1986. s.1

Muhabank anasözleşmesine göre; ortaklık her türlü ticaret (ithalat ve ihracat) işlemleri yapabileceği gibi sigortacılık, endüstri, madencilik, haritacılık, bayındırlık ve yurdun imarına ait işlerle meşgul olmak, özellikle her vatandaşın bir mesken sahibi yapma amacına hizmet edecek teşebbüslere girişmek, bu gaye ile teşebbüsler kurmak, sulama ve ulaştırma işleri yapmak gibi bankacılık ana faaliyet konuları dışında da hizmet verme amaçlanmıştır.²⁶⁹ Her türlü bankacılık işlemleri yapmak üzere kurulan Banka'nın kuruluş gayelerinin başında ordu mensuplarına ucuz ve kaliteli mal temin etmek gayesi vardır.²⁷⁰

Banka; zararlarının büyümesi ve faaliyetlerini devam ettiremeyecek duruma gelmesi nedeni ile Türkiye Birleşik Tasarruf ve Kredi Bankası adı altında Türkiye Muallimler, Memurlar ve Subaylar Bankası A.Ş. ile birleşerek faaliyetlerine son vermiştir.

4.2.3. Türkiye Muallimler, Memurlar ve Subaylar Bankası (Tümsubank)

1957 yılında kurulan Türkiye Muallimler, Memurlar ve Subaylar Bankası A.Ş. (Tümsubank) bankacılık muameleleri dışında şirketler kurarak ve ticari teşebbüslere girişerek kar sağlamak amacıyla kurulmuştur.

Banka; zararlarının büyümesi ve faaliyetlerini devam ettiremeyecek duruma gelmesi nedeni ile Türkiye Birleşik Tasarruf ve Kredi Bankası adı altında Türkiye Eski Muharipler Bankası T.A.O. ile birleşerek faaliyetlerine son vermiştir.

4.2.4. Türkiye Birleşik Tasarruf ve Kredi Bankası A.Ş.

Türkiye Birleşik Tasarruf ve Kredi Bankası, Tümsubank ile Muhabank'ın birleştirilmesi ile ortaya çıkmıştır. 1949 yılında kurulan Türkiye Eski Muharipler Bankası T.A.O (Muhabank) ile 1957 yılında kurulan Türkiye Muallimler, Memurlar ve Subaylar Bankası A.Ş.'nin zararlarının büyümesi sonrasında 1958 yılında faaliyetlerini devam ettiremeyecek noktaya gelmişlerdir. Adı geçen bankaların onar

²⁶⁹ Türkiye Eski Muharipler Bankası T.A.O. (Muhabank) Ana Sözleşmesi, Ankara, 1957, s.10

²⁷⁰ Mustafa Atalay, **Bankacılığımız**, Ankara, 1953, s.97-98

milyon liralık sermayelerinin tahsil edilmeyen kısımlarına ait hisse senetleri Hazine tarafından satın alınmak suretiyle hissedar olunmuş ve banka genel kurullarınının 30.05.1959 tarihinde yaptıkları toplantıda birleşme kararı verilerek yirmimilyon lira sermayeli Türkiye Birleşik Tasarruf ve Kredi Bankası A.Ş.'nin statüsü kabul edilmiştir. Banka resmen 01.08.1959 tarihinde faaliyete geçmiştir.²⁷¹

1958 yılında yapılan tetkikler sonucunda Türkiye Eski Muharipler Bankası ile Türkiye Muallimler, Memurlar ve Subaylar Bankasınının mali bünyelerinin taahhütlerini ifa edemeyecek derecede zaafiyete uğramış olması bu bankaların temel birleşme nedenini oluşturmuştur.²⁷² Bu sebeple, Türkiye B.T. ve Kredi Bankası'nın tasfiyesine sebep olan hususlar incelenirken bu bankayı oluşturan ve yukarıda açıklanan bankaların birleşmeden önceki aktif yapıları değerlendirildiğinde Banka'nın ölü doğduğu söylenebilecektir.

1961 yılında Banka hakkında Bankalar Kanunu'na Ek 153 sayılı Kanun gereğince tedricen tasfiye kararı alınmış ve tedricen tasfiyede Türkiye Emlak Kredi Bankası nezaretle görevlendirilmiştir.

4.2.5.Raybank T.A.Ş.

Raybank T.A.Ş. her nev'i banka muameleleri yapmak, Türkiye Cumhuriyeti Kanunlarının ve mevzuatınının müsaade ettiği tüm ticari, iktisadi ve mali sahalarda faaliyette bulunmak üzere 1956 yılında kurulmuştur. Hisse senetleri A, B ve C gruplarına ayrılmış olup, A grubu hisseler TCDD İşletmesi ile TCDD mensuplarına ve emeklilerine, B grubu hisse senetleri yine TCDD İşletmesi ve mensupları ile emeklileri ve Raybank mensupları ile iştiraklerinin mensuplarına, C grubu ise hamiline yazılı hisseler tahsis edilmiştir.²⁷³

Banka mali bünyesinin giderek bozulması üzerine 13 şubesi ve 313 personeli bulunan Banka'nın 30.06.1964 tarihinde, Bankalar Kanunu'na ek 153 sayılı Kanun

²⁷¹ Tasfiye Halinde Türkiye Birleşik Tasarruf ve Kredi Bankası 1961 Yılı Bilanço ve Faaliyet Raporu.

²⁷² TBMM, **TBMM Tutanakları**, 29.12.1967, B:23, O:1, s.151

²⁷³ Raybank Türk Anonim Şirketi Esas Mukavelenamesi, Ankara 1956, s.3

uyarınca Türkiye Emlak Kredi Bankası'nın nezareti altında tedricen tasfiyesine karar verilmiştir.

4.2.6.T. Öğretmenler Bankası A.Ş. (Töbank)

İlkokul öğretmenlerini bir meskene kavuşturmak amacı ile 1943 yılında, 4357 sayılı Kanun hükümlerinden faydalanılarak kurulan “İlkokul Öğretmenleri Yapı Sandığı“ 15 yılı aşan faaliyet devresi içinde umulan neticeyi vermediğinden Sandığın daha müsait imkanlarla ve tamamen ticari zihniyetle çalışır bir müessese haline getirilmesi düşünülmüş ve 7118 sayılı Kanunla, Yapı Sandığı lağvedilerek yerine, 17 Ocak 1959'da otuzmilyon lira sermaye ile Türkiye Öğretmenler Bankası A.Ş. kurulmuştur.

Banka'nın amaçları arasında; A grubu hisse sahibi öğretmenlerle, Milli Eğitim Bakanlığı merkez ve taşra teşkilatında vazifeli olan memurlara mesken inşaatı için gayrimenkul ipoteği karşılığında vadeli krediler açmak, bankaya veya bu şahıslara ait arsalar üzerinde meskenler inşa etmek ve bunları peşin veya ipotek karşılığında satmak, tapu, onarma, taahhüt ve proje işleri ile iştigal etmek, yapı malzemesi, ders aletleri endüstrisi ile ders kitapları ticareti yapmak ve bu maksatla ortaklıklar kurmak da vardır. Banka ortaklarının, % 99'unu, ilk orta lise ve yüksek okul ile üniversite öğretim üyeleri teşkil etmektedir. 1970'li yıllarda Banka 20.000 civarında öğretmen ortak sayısına ulaşmıştır.²⁷⁴

Mali bünyesindeki zaafiyetin uygulanan diğer tedbirlerle giderilememesi nedeniyle Bakanlar Kurulunun 25.2.1987 tarih ve 87/11525 sayılı Kararıyla Töbank'a T.C. Ziraat Bankası ve bu Bankanın uygun göreceği iştirak ve kuruluşları ile T. Halk Bankası ve T. Emlak Kredi Bankası'nın iştirak etmeleri uygun görülmüş; Bakanlar Kurulu'nun bu Kararı üzerine Töbank'ın 4.300 milyon TL tutarındaki sermayesinin % 65'ine tekabül eden hisse senetleri önce T.C. Ziraat Bankası'nca devralınmış, daha sonra

²⁷⁴ Celal Kargılı ve Armağan Akar, **Türkiye'de Bankacılık ve Bankalarımız**, 1971, s.116,117

Banka'ca bu hisselerin 817 milyon TL haricinde kalan bölümü T. Halk Bankası, T. Emlak Kredi Bankası, Güven Sigorta A.Ş. ve Başak Sigorta A.Ş.'ne devredilmiştir.²⁷⁵

Kamusal sermayeli hale geldikten sonra da özkaynak yetersizliği nedeniyle mali bünyesinde iyileşme sağlanamayan, gelir-gider dengesi kurulamayan ve buna bağlı olarak da zarar etmesi önlenemeyen Banka, Bakanlar Kurulu'nun 21.5.1992 tarih ve 92/3067 sayılı Kararıyla bütün aktif ve pasifiyle birlikte T. Halk Bankası'na devredilmiştir

4.2.7.Milli Aydın Bankası T.A.Ş. (Tarişbank)

Banka işlemlerinden daha çok Aydın'da incir müstahsillerine faydalı olabilecek bir kooperatif tesis etmek gayesi ile kurulan Banka, 27 Mart 1914'te faaliyete geçmiş, İzmir'in işgali sonrasında faaliyetlerine son vermiştir.²⁷⁶ 1925 yılında tekrar faaliyete geçen Banka'nın ortakları da kuruluştaki amaç çerçevesinde Tariş bünyesindeki İncir, Zeytin, Üzüm ve Pamuk olmak üzere dört adet tarım satış kooperatifidir. Tariş bünyesinde bulunan birlikler, 01.06.2000 tarih ve 4572 sayılı "Tarım Satış Kooperatif ve Birlikleri Hakkında Kanun" çerçevesinde faaliyetlerini yürütmektedirler.

Banka; ortak yapısı çerçevesinde Tariş'le olan karşılıklı ilişkilerinin artan ölçüde yaygınlık kazanması ve 1970'li yılların sonlarına doğru ülkede sıkça değişen hükümetler nedeniyle politize olan ortam ve çekişmelerden yoğun şekilde etkilenmiştir. 1980 yılındaki politik tartışmalar Pamuk Birliği ile Banka'yı karşı karşıya getirmiştir. Faaliyetlerin genel kurullarda ibra edilmemesi ve gerekli olan sermaye artırımlarının yapılmaması veya geç yapılması durumları yaşanmıştır. Osmanlı döneminden miras kalan Milli Aydın Bankası, Türkiye'nin Kurtuluş Savaşı'ndan önce ege bölgesinde ekonomik bağımsızlık ve ekonomik kurtuluş savaşını başlatan "milli" bir kurum olarak doğmuş, üreticinin örgütlenmesi ve

²⁷⁵ TBMM, 06.08.1999 tarih ve 447 sayılı Soru Önergesine Devlet Bakanlığı'nca Verilen Cevap, s.2

²⁷⁶ Kargılı ve Akar, s.142

kooperatifleşmeyi kurumlaştırmaya çalışarak faaliyetlerini sürdürmeyi amaçlamıştır.²⁷⁷

Banka özellikle ege bölgesi dışında gelişimini tamamlayamamış ve 1990'lı yılların ikinci yarısından itibaren mali bünyesindeki zaafiyetleri büyümeye başlamıştır. Birliklerin Banka'nın sermaye artırımına katılım konusunda isteksiz davranmaları ve bu çerçevede düzenlenen genel kurul toplantılarına katılmamaları ile Banka mali bünyesindeki daralma aşılammış ve Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu'nun 09.07.2001 tarih ve 381 sayılı Kararı ile, 4389 sayılı Bankalar Kanunu'nun 14 üncü maddesinin 3 numaralı fıkrasına istinaden, Banka'nın temettü hariç ortaklık hakları ile yönetim ve denetimi Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu'na devredilmiştir.²⁷⁸

4.2.8. Türk Ticaret Bankası A.Ş. (Türkbank)

Adapazarı İslam Ticaret Bankası adıyla kurulan Türkbank; yurdumuzda, küçük sermaye sahipleri tarafından kurulan ilk milli banka olması nedeniyle bankacılık tarihimizde çok önemli bir başlangıcı ifade etmektedir. Cumhuriyet döneminde ülkemiz ekonomisindeki gelişmelere paralel olarak Adapazarı Türk Ticaret Bankası'nın faaliyetleri de artmış ve yurt çapında faaliyet gösteren bir banka hüviyetini kazanmıştır.

Banka'nın ilk kuruluşundaki, kurucuların sermayeleri yanında emeklerini de birleştirmelerinden doğan “çalışan-ortak” sıfatlarının birarada taşınması özellik ve geleneği kuruluşundan itibaren sürmüştür. Bu özellik ve geleneğin sonucu olarak T.Ticaret Bankası Munzam Sosyal Güvenlik Sandığı Vakfı Banka sermayesinin % 85'ine sahip hakim ortak haline gelmiştir. Banka'nın hiçbir kişi veya grubun sahipliğinde bulunmaması, tamamen kendi çalışanları tarafından yönetilmesi; mensupların kurum ile manevi bağlarının güçlü olması sonucunu doğurmaktadır²⁷⁹ ancak sonunu hazırlayan sebeplerin de başında gelmektedir.

²⁷⁷ Hüsnü Erkan ve Diğerleri, **Milli Aydın Bankası T.A.Ş. Tarişbank Tarihi**, Türkiye Toplumsal ve Ekonomik Tarih Vakfı, İzmir, 1993, s.293

²⁷⁸ **Resmi Gazete**, 10.07.2001, No: 24458

²⁷⁹ **Türk Ticaret Bankası** . “Kuruluşundan Bugüne Türkbank” [Broşür], s.12

Banka'nın mali bünyesinin giderek bozulmasına sebep olan hususlar ile ilgili olan aşağıya alınan açıklamalar oldukça net tespitleri içermekte ve Banka'nın sahiplik sorununu açıkça ortaya koymaktadır.

“1995'te Hazine tarafından yönetimi değiştirildiği tarihten önceki belirli bir dönemi ele aldığımızda bu bankanın ağırlıklı hissedarı (en son yaklaşık % 85) bankanın emekli sandığına ait idi. Banka uzunca bir süredir bu sermaye ilişkisinin yarattığı bir yönetim modeli ile yönetiliyordu. Bankanın yönetimi sandığın yönetimini belirlerken sandık da hissedar olarak bankanın yönetimini seçiyordu. Hazinesinin % 13 civarındaki payı da yönetim kurulunda genelde bir üye ile temsil ediliyordu. Buraya atanan üyenin seçimindeki politik tercihler ve bu yönetim kurulu üyeliğinin akçalı özelliğinin çekiciliği nedeniyle Hazinesinin de gerek hissedar gerekse düzenleyici/denetleyici işlevleri üzerinde bozucu etki yaratıyordu. Banka'nın ve onun sandığının bu karşılıklı seçim nedeniyle yönetsel olarak donması bankayı bir yönetim kliğinin ya da kastının yönetmesi ile sonuçlanmıştı. Bunun sonucunda bu dar klik sermayedar olmadan ve hiç kimseye hesap vermeden yönetme olanağına kavuşmuştu. Bu ise banka için iki riski beraberinde getiriyordu. Birincisi hissedarın hesap sorma fonksiyonu ortadan kalkmıştı. Bu fonksiyonun ortadan kalkması yönetimin bankayı dilediği gibi kullanması ve hareket etmesine neden olmuştur... İkinci risk ise bu yönetim yapısının bankanın özellikle 1980'lerle başlayan yeni ortama ve rekabet koşullarına uyması için gerekli yenilikleri yapması ve stratejileri geliştirmesine engel olmasından kaynaklanmıştır... Yeni bir yönetim anlayışı ve strateji tıpkı "Berlin Duvarının" yıkılması gibi bir etki yaratacağı için dar bir klik sırf bankanın yönetimini elden kaçırmamak için bankanın küçülmesi ve gerilemesi pahasına bankaya bedel ödetmişlerdir... Üçüncü risk kaynak yetersizliğinden kaynaklandı. 1980'li yıllarla başlayan değişken ve riskli ortam giderek artan sıklıklarda zaman zaman bankalarda sermaye artırma gereği ortaya çıkarmıştır. Banka'nın % 85'ine sahip olan sandığın elindeki kaynakların neredeyse tamamı bankanın hisselerinden oluşuyordu. Bu sandık için hiç de basiretli bir strateji değildi. Banka ve sandık kaynak yaratma açısından birbirlerine tümüyle bağımlı hale gelmişler ve bir kısır döngü içine girmişlerdi.

Sandığın olanaklarının artması için bankanın kar etmesi gerekiyordu. Banka'nın karlı hale gelebilmesi için ise sermaye artırımı gerekiyordu.”²⁸⁰

Banka, mali bünyesindeki bozulma nedeniyle 02.09.1994 tarihinde 3182 sayılı Bankalar Yasasının 64/1. maddesi kapsamında izlenmeye alınmıştır. Banka'nın durumunda olumlu bir gelişme sağlanamaması üzerine yönetimi 26.05.1997 tarihinde Tasarruf Mevduatı Sigorta Fonu'na devredilmiş ve Banka'nın olumsuz durumunu daha da zorlaştıran mahkemeler süreci başlamıştır. Bu çerçevede, Ankara 8. İdare Mahkemesinin 14.07.1997 günlü yürütmeyi durdurma kararı üzerine Banka 04.08.1997 tarihinde yeniden 64/1. madde kapsamında izlemeye alınmış, TMSF'ye devredilmiş bulunan Banka hisseleri de eski sahiplerine iade edilmiştir.

29.08.1997 tarihinde yapılan Olağanüstü Genel Kurul'da Banka'nın sermayesi üç trilyon liradan elli trilyon liraya çıkarılmış, süresi içinde kullanılmayan rüçhan hakları 06.11.1997'de TMSF tarafından kullanıldığından sermayenin % 84'ü Fona intikal etmiştir. Fonun sahip olduğu % 84 oranındaki Banka hisselerinin satışı için 06.08.1998 tarihinde yapılan ihale sonucunda söz konusu hisseler altıyüz milyon dolara satılmış, ancak daha sonra yaşanan gelişmeler nedeniyle satış işlemi sonuçlandırılmamıştır. 03.02.1998 tarihinde yapılan Olağanüstü Genel Kurul'da sermayenin elli trilyon liradan yüzyimi trilyon liraya çıkarılması kabul edilmiş, Banka Mensupları Vakfı'nın da aralarında bulunduğu bazı hissedarlar rüçhan haklarını kullanmadıklarından Vakfın ödenmiş sermaye payı % 5.65'e, Hazinesinin payı ise % 1'in altına inmiştir.

Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulunun 15.06.2001 gün ve 346 sayılı kararıyla Bankanın bankacılık işlemleri yapma ve mevduat kabul etme izni 01.07.2001 tarihi itibarıyla kaldırılmış, söz konusu karar aleyhine TTB Munzam Sosyal Güvenlik Emekli ve Yardım Sandığı Vakfı'nca Danıştay'da dava açılmış olup bu davayı da izleyen bir dizi hukuki süreç devam etmektedir.

²⁸⁰ Ali İhsan Karacan, **Mali Piyasalar Üzerine Denemeler**, İstanbul, 2002, s.237

4.2.9.Ege Giyim Sanayicileri Bankası A.Ş. (EGS Bank)

Bankacılık sistemimizdeki çok ortaklı banka modelinin en önemli örneklerinden birini de kuşkusuz EGS Bank modeli veya EGS Bank'ta görmekteyiz. Bu modelin daha iyi değerlendirilebilmesi amacıyla aşağıda sözkonusu model detaylı olarak incelenecektir.

EGS modelinin temelini 1992 yılında bir grup işadammın biraraya gelerek kurdukları Ege Giyim Sanayicileri Derneği oluşturmaktadır. Daha sonra aynı grubun, sosyal alanda sağlanan bu birlikteliği ticari alana kaydırmak istemeleri ile şirketleşme süreci başlamıştır. EGS Dış Ticaret adı altında kurulan şirket, ortağı bulunan 99 işletmenin ürettiklerini yurtdışında pazarlamayı ve dış ticaret işlemlerini gerçekleştirmeyi amaçlamıştır. Firma'nın özellikle finans piyasalarından uygun şartlarla temin ettiği kredileri, ortaklara finansman desteği sağlanması ve ucuz hammadde temini suretiyle kollektif faydaya dönüştürmesi, sinerjinin öneminin anlaşılmasına neden olmuştur. Sayıları 99 olan ortakların nakliye ve sigorta işlerinin de toplu pazarlık konusu yapılarak yeni avantajlar kazandırılması, ortakların şirkete olan ilgisini artırmıştır. Sağlanan bu ilgi ve artan işlem hacmi ile İlk önce EGESER (1994) olmak üzere sırasıyla EGSNAK (1994), EGS Sigorta (1994) ve EGS Bank (1995) faaliyete geçirilmiştir.

Bu çerçevede, EGS Modeli olarak tanıtımı yapılan model; üye şirketlerin otonomilerini ortadan kaldırmayan bir başka deyişle üye şirketlerin eskiden olduğu gibi bağımsız ticari faaliyetlerini sürdürdükleri ve ortak çatı altında üyelerine rekabet gücü kazandırmak için yapılanmış bir model olarak ortaya çıkmıştır. Öncelikle üyelerinin dış pazarlarda mallarının pazarlanması olarak belirtilen amaç, bu alanda sağlanan başarı ile diğer konularda da işbirliği sonucu ortak faydanın artırılacağı görüşüyle üyelerin ilgi alanındaki diğer sektörlere kaydırılmıştır.

EGS, kısa süre içinde hızlı bir büyüme süreci içine girmiş ve gösterilen ilginin büyüklüğü neticesinde bir kaç yıl içerisinde EGS Dış Ticaret'in yüzde 60'ı, EGESER'in

yüzde 40'ı ve yine kısa sürede önemli bir büyüme trendi yakalayan EGS Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı'nın yüzde 49'u halka açılmıştır.

Ege Bölgesi'nde kurulan EGS Holding, bütün Türkiye'ye yayılma hedefi çerçevesinde Güneydoğu Anadolu Bölgesi'ndeki girişimci ve tekstil KOBİ'leriyle birlikte 1996 yılı başında Tekstil Yatırım Holding (TYH) adında bir şirket kurmuş olup anılan şirketin çoğunluk hissesi EGS Grubunda (%70) olmak üzere Vakıfbank'ın da girişime katılması sözkonusu olmuştur. TYH, Diyarbakır'da başlattığı konfeksiyon tesisleri projesine daha sonra Adıyaman, Şanlıurfa, Mardin ve Sivas illerini de dahil ederek bölge genelinde model işletmeler oluşturmaya başlamış, bir yandan bölgedeki tekstil KOBİ'lerinin finans ve pazarlama problemi çözülmeye çalışılırken diğer yandan da daha önceden hizmete sokulan fakat herhangi bir nedenle atıl durumdaki tesisler yeniden ekonomiye kazandırılmaya çalışılmıştır. EGS'nin buradaki esas hedefi, "Yerel ortaklardan herbirini, bağımsız iş yapabilen üniteler haline getirebilmek" bir başka deyişle TYH, yerel ortaklara % 15 oranında ortak olarak onların EGS'nin daha önceden kazandığı bilgi birikimi ve tecrübeden yararlanmaları yanında yine EGS'nin mevcut altyapısından faydalanmalarını sağlamak olarak açıklanmıştır. TYH'in bu tür ortaklıklarda doğrudan bir karı olmadığı belirtilmekte olup TYH'in yerel girişimcilerle kurduğu % 15'lik hissedenden karşılıksız olarak vazgeçilebileceği belirtildiğinde TYH'in neden bir vakıf şeklinde çalıştığı şeklindeki bir soruya EGS yöneticileri EGS Bank'ın, TYH'in iştiraki bulunan bütün illerde şube açtığı ve oradaki girişimcilere finansal hizmet verdiği, diğer taraftan bu illerde ithalat ve ihracatın gelişmesine paralel olarak EGESER, EGSNAK ve EGS Sigorta gibi şirketlere hizmet alanı açılmış olduğu, grubun asıl karını bu şirketlerin verdiği hizmetlerle kazandığı ifade edilmiştir.²⁸¹ Grubun bir diğer yatırım alanı da başta Ege Bölgesi olmak üzere enerji üretim ve dağıtımını sağlamak üzere kurulan Güç Enerji adındaki şirkettir. Anılan Şirkette, yine Ege bölgesi kaynaklı Güçbirliği Holding'in de iştiraki mevcuttur.

KOBİ'lerin en önemli problemlerinden biri olan finansman EGS Grubunun ilgisini çeken hususlardan biri olmuş ve üyelerine iç ve dış finans piyasalarından maliyeti düşük krediler temin edebilmek amacıyla EGS Bank kurulmuştur. Başlangıçta

²⁸¹Şükrü Dolu, **Türk Modeli**, İstanbul, 1998, s.91

yatırım bankası olarak kurulan EGS Bank, daha sonra faaliyet alanını genişleterek mevduat bankacılığı iznini almış ve yurt çapında hizmet veren bir banka hüviyetine yönelmiştir.

EGS Grubu şirketler genel olarak değerlendirildiğinde; grup üyesi şirketlerin faaliyet alanlarında gereksinim duydukları hususlarda örneğin hammadde temini, nakliyat, sigorta v.b. öncelikle ortakların ihtiyaçları çerçevesinde şekillenen işbirliği ile ortaya çıkan sinerjinin mal ve hizmet alımlarında kar olarak ortaklara yansıdığı ve EGS Grubunun bir sonraki aşamada bu hizmetleri kendi kurduğu şirketler vasıtasıyla doğrudan ortak veya talep sahiplerine sağladığı, gösterilen büyük başarı ile gruba olan ilginin sürekli arttığı, şirketlerin halka açılmalarında büyük başarı sağlandığı ve bu hizmetlerin ülke çapına yayılan teşkilat yapısı ile verilmeye çalışıldığı şeklinde bir büyüme görülmektedir.

Oldukça yüksek bir büyüme hızına ulaşan EGS Grubunda 1990'lı yılların sonlarına doğru kar problemi baş göstermiş EGSBank'ça düzenlenen 30.06.2000 tarihli mali tablolara göre aktif toplamı 453.946 milyar TL'ye ulaşırken 2000 yılı ilk altı aylık zararı 5.717 milyar TL olarak gerçekleşmiştir.

İzleyen dönemlerde de olumlu gelişmeler sağlanamamış ve Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu'nun 09.07.2001 tarih ve 384 sayılı Kararı ile; mali bünyesindeki olumsuzlukların giderilmesini teminen 4389 sayılı Bankalar Kanunu'nun 14'üncü maddesinin 2 numaralı fıkrası kapsamında alınması istenilen tedbirleri almadığı, kaynaklarını Banka'nın emin bir şekilde çalışmasını tehlikeye düşürecek şekilde hissedarlarının oluşturduğu sermaye grubuna aktardığı, zararının özkaynaklarını aşarak yabancı kaynaklara sirayet ettiği, mali bünyesindeki zaafiyetin taahhütlerini karşılayamayacak boyutlara ulaştığı ve faaliyetlerine bu haliyle devamının mevduat sahiplerinin haklarını ve mali sistemin güven ve istikrarını tehlikeye düşürdüğü gerekçeleri ile, Banka'nın temettü hariç ortaklık hakları ile yönetim ve denetimi 4389 sayılı Bankalar Kanunu'nun 14'üncü maddesinin (3) ve (4) numaralı fıkralarına istinaden TMSF'na devredilmiştir.²⁸² Banka'nın ödenmiş sermayesi tutarındaki zararının

²⁸² Resmi Gazete, 10.07.2001, No:24458, s.37

TMSF tarafından devralınması sonucu, Banka hisse senetlerinin mülkiyeti TMSF'na intikal etmiştir. Banka hisselerinin % 81'ine sahip olan EGS Holding A.Ş'nin % 88'i halka açık olup, Banka'nın TMSF'na devri sonrası hisseleri İMKB'nda işleme kapatılmıştır. EGS Holding A.Ş.'nin halka açık olmayan % 11'ini oluşturan hisseler ise A Grubu imtiyazlı hisselerden meydana gelmektedir. Sözkonusu hisseler 530 paya bölünmüş olup, her bir pay sahibi % 10'un altında paya sahiptir.

EGS Grubunun batışında ülkedeki ekonomik krizlerin rolünün büyük olduğu EGS yöneticilerince sık sık dile getirilmiş olup 1994 yılında yaşanan kriz ve 1996 yılında Gümrük Birliği'ne girilmesiyle büyük beklenti içine giren tekstil sektörünün kredilerle büyük yatırımlara kalkışması ve bu yatırımların ardından başlayan global krizin tekstil şirketlerini oldukça olumsuz etkilemesi, diğer ülkelerin yüksek sübvansiyonlarla üreticilerini koruması sonrasında Türk tekstil firmalarının ayakta kalmakta zorlanmaları EGS'nin üzerine kurulu olduğu tabanın hızlı bir gerileme ve çöküş sürecine girmesine yol açtığı, 2000 yılında çıkan ekonomik krizin diğer bir çok banka gibi EGS Bank'ı da oldukça olumsuz etkilediği, tüm hesapların açıklanan programlara uygun bir şekilde yapılmasına rağmen ortaya çıkan krizlerin Banka ve grup firmalarını zor duruma düşürmesiyle zararların büyüdüğü ve Banka'ya el konulması sürecine girildiği ifade edilmektedir.

4.3.ÇOK ORTAKLI BANKALARDAN HAKİM ORTAKLI BANKA OLANLAR

Çok ortaklı banka olarak kurulan bazı bankaların da daha sonra hakim ortak yönetimine geçtiği görülmektedir. Aşağıda çok ortaklı bankalardan hakim ortak kontrolüne geçen tüm bankalar değil, sadece gelişimin anlaşılması açısından iki büyük ölçekli ve iki de orta ölçekli bankada yaşanan gelişmeler üzerinde durulmaktadır.

4.3.1.Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.

“Yapı ve Kredi Bankası 1944'te çok ortaklı olarak kurulmuştu. Bankanın hakim ortağı yoktu. 30-40 civarındaki ortak bankanın hakim ortağı konumunda

idiler. Bankanın profesyonel yönetimi ise Kazım Taşkent tarafından ortaklar arasında ince bir koordinasyon sağlanarak yürütülüyor idi. 1970'lerin başında Kazım Taşkent yönetimden ayrılınca ortaklar arasında sürekli kurulan ve sürekli bozulan ittifaklarla banka yönetimleri seçildi, yönetimler görevden alındı. Çok ortaklılık ve bunun yarattığı sorunlar banka için ciddi bir sorun haline gelmeye başlarken 1980 yılında Çukurova gurubu Banka'da hakim ortak konumuna geldi ve çok ortaklığın yarattığı risk ortadan kalktı.”²⁸³

Çukurova Grubunun mali sıkıntıya girmesi ve Grubun diğer bankası olan Pamukbank'a el konulması sonrasında da Yapı ve Kredi Bankası'nda değişik bir sahiplilik durumu yaşanmış ve nihai olarak 28.09.2005 tarihinde Koçbank A.Ş. tarafından Yapı ve Kredi Bankası A.Ş. hisselerinin % 57'lik kısmı satın alınmış, 2006 yılında Koçbank A.Ş.'nin Yapı ve Kredi Bankası A.Ş.'ye devri sağlanmış ve sonuçta Yapı ve Kredi Bankası'nda halka açık hisseler dışında Koç Grubu ile Uni Credito arasında % 50 - % 50 temsile dayanan bir sermaye yapısı ortaya çıkmıştır.²⁸⁴

4.3.2.T. Garanti Bankası A.Ş.

Tarihsel olarak Garanti Bankası çok ortaklı olarak kurulan bir bankadır. Kuruluşundan 1975'e kadar Cabir Selek'in profesyonel yönetiminde, çok ortaklı ve kısmen de emekli sandığının ortaklığı olan bir yapıya sahip olmuştur. Giderek ortak yapısı ve bunun yansıdığı yönetim anlayışı ile sorunlu bir banka haline gelmiş ve önce 1975'te Koç Grubu bankanın % 5'ini satın almış, ardından %30 civarındaki bir pay da Sabancı Grubu tarafından satın alınmıştır. 1984 yılında Banka'nın Doğu Grubuna geçişine kadar, iki grubun kendi arasındaki rekabetin Banka'ya olumsuz olarak yansıdığı ve 1984 yılından sonraki dönemlerde tek hakim ortak ile oldukça iyi bir performans gösterdiği ifade edilmektedir.²⁸⁵

2001 yılında Osmanlı Bankası ile birleşen Banka; 2005 yılı sonunda Doğu Grubu ile General Electric Consumer Finance arasında eşit ortaklık prensibine dayanan

²⁸³ Karacan, s.239

²⁸⁴ Yapı ve Kredi Bankası A.Ş., Yapı Kredi Hakkında, <http://www.yapikredi.com.tr> (26.04.2007), s.1

²⁸⁵ Karacan, s.240

stratejik ortaklık anlaşması ile yeni ortak yapısına kavuşmuş, GECE; Garanti Bankası sermayesinin % 25.5'ini 1.555 milyar ABD doları karşılığında satın alarak banka yönetiminde Doğu Grubu ile eşit ortaklık hakkına sahip olmuştur.²⁸⁶

4.3.3.Şekerbank T.A.Ş.

Türk bankacılık sektöründe orta ölçekli, özel sermayeli mevduat bankaları arasında faaliyet gösteren Banka, Bakanlar Kurulu'nun 03.09.1953 tarih ve 41/421 sayılı Kararı'na istinaden 12.10.1953 tarihinde Pancar Ekicileri Kooperatifleri, Türkiye Şeker Fabrikaları A.Ş. ve Amasya Şeker Fabrikası T.A.Ş.'nin katılımı ile Pancar Kooperatifleri Bankası A.Ş. adı altında Eskişehir'de kurulmuştur. Bakanlar Kurulu'nun 23.12.1956 tarih ve 4/6341 sayılı Kararı ile adı Şekerbank T.A.Ş. olarak değiştirilen Banka'nın merkezi aynı yıl Ankara'ya taşınmıştır.

Şekerpancarı üreticilerinin Pancar Kooperatiflerindeki küçük birikimlerinin birleşmesiyle oluşturulan sermaye ile çalışmaya başlayan Banka'nın ortaklık yapısı 2000 yılı ve sonrasında önemli değişiklik göstermiş, pancar kooperatifleri ve şeker fabrikaları ortaklık yapısındaki ağırlığını kaybederken, Şekerbank T.A.Ş. Personeli Munzam Sosyal Güvenlik Vakfı ile Şekerbank T.A.Ş. Personel Sosyal Sigorta Sandığı Vakfı hakim ortak haline gelmiştir.

2007 yılı içinde Kazakistan kökenli Turan Alem Securities JSC'ye halka açık kısım dışındaki hisselerin yarısının satışı ile Şekerbank T.A.Ş. de % 50 - % 50 temsil esasına dayanan yeni ortak yapısına kavuşmuştur.²⁸⁷

4.3.4.Oyakbank A.Ş.

ABD'de yerleşik The First National Bank of Boston'un tam yetkili bir şubesi olarak faaliyetlerine başlamış olan ve 13.03.1990 tarihinde Türkiye'de kurulu Banka lisansını alan Oyakbank'ın hisselerinin tamamı, Aralık 1990'da Ordu Yardımlaşma Kurumu tarafından satın alınmıştır. 31.12.1991 tarihinde "Türk Boston Bank A.Ş."

²⁸⁶ Garanti Bankası A.Ş., Garanti'yi Tanıyın, <http://www.garanti.com.tr> (19.04.2007), s.1

²⁸⁷ Şekerbank T.A.Ş., Kuruluşundan Bugüne Şekerbank, <http://www.sekerbank.com.tr> (02.03.2007), s.1

olarak değiştirilen ünvanı 25.12.1996 tarihli Olağanüstü Genel Kurul'da "Oyak Bank A.ř."ye dönüştürülmüştür. Oyakbank 08.08.2001 tarihinde TMSF bünyesindeki Sümerbank A.ř.'ni satın alarak bünyesine katmıştır.

OYAK, 1 Mart 1961 tarihinde 205 sayılı Yasa ile kurulmuş, özel hukuk hükümlerine bağlı, Türk Silahlı Kuvvetleri mensuplarının yardımlaşma ve emeklilik fonu olup Anayasamızın öngördüğü sosyal güvenlik sistemi içinde, üyelerine ana sosyal güvenlik kurumlarından (Emekli Sandığı, Sosyal Sigortalar Kurumu) ayrı güvenceler sağlamaktadır.²⁸⁸

Oyakbank'ın tamamı 2007 yılı içinde Hollanda kökenli ING Grubu'na satılmıştır. Oyakbank'ın satışı; ülkemiz bankacılık sektöründeki yabancı payının artışı yönüyle kamuoyu gündeminde özellikle yer tutmuşsa da bu satışın daha önemli olan yönü ise; çok ortaklı bankaların sistemdeki örneklerinden birinin daha hakim ortak kontrolüne geçişidir.

4.4.HALEN ÇOK ORTAKLI SERMAYE YAPISI İLE YÖNETİLEN BANKALAR

Halen bir büyük ölçekli bir de orta ölçekli banka; bankacılık sistemimizde çok ortaklı banka olarak faaliyetlerini sürdürmektedir.

4.4.1.T. İş Bankası A.ř.

"Vatanı kurtaracak ve yükseltecek tedbirlerin başında olarak, halkın doğrudan itibar ve itimadından doğup meydana gelen tam manasıyla modern ve milli bir banka kurulması..." 1924 yılının Temmuz ayında Bakanlar Kurulu'nu toplayan Mustafa Kemal, milli bir banka kurulması konusundaki arzusunu böyle dile getirmiş ve cumhuriyet döneminin ilk ulusal bankası İzmir Birinci İktisat Kongresi'nde alınan karar doğrultusunda 26 Ağustos 1924 tarihinde kurulmuştur.

²⁸⁸ Oyak Ordu Yardımlaşma Kurumu, Kısaca Oyak, www.oyak.com.tr/oyak-kisaca.html (02.05.2007) s.1

“Banka işi gayet ince bir sanattır. Türklerin tabiatı bir büyük bankayı değil, hatta onbin liralık ufak bir sarraflık şirketini dahi idareye elverişli değildir” şeklinde bir kısım yabancılarda hakim olan görüşün tersine çevrilmesi için Atatürk, kendisine Hindistan’dan gönderilen ikiyüzellibin lirayı T. İş Bankası’nın sermayesine ekleyerek bankacılığa verdiği önemi ortaya koymuştur.²⁸⁹

Türkiye’de tüm bankacılık işlemlerini gerçekleştirmek, sınai gelişmeyi başlatmak, ulusal tasarrufları harekete geçirmek ekonomik atılımları finanse etmek ve kredi ihtiyaçlarını karşılamak gibi önemli misyonlar edinen T. İş Bankası sürekli güçlenerek dünyanın en büyük şirketleri sıralamasına girmiştir. Kuruluşundan beri halka açık bir şirket olan İş Bankası, bugün Munzam Sandığı aracılığı ile çalışanlarının ve emeklilerin ortaklık içindeki payının % 41,5'lere kadar yükseldiği ve ülkemizde benzeri olmayan bir ortaklık yapısına sahiptir. Halka açık payı % 30 olan Banka’nın % 28’i ise Cumhuriyet Halk Partisi’ne aittir.²⁹⁰

4.4.2. Asya Katılım Bankası A.Ş.

Türkiye’nin altıncı özel finans kurumu olarak 1996 yılında faaliyetlerine başlayan Asya Özel Finans Kurumu’nun ünvanı, 2005 yılında Asya Katılım Bankası A.Ş. olarak değiştirilmiş ve 2006 yılında yapılan halka arz ile hisseleri İMKB’de işlem görmeye başlamıştır.

Banka’nın halka açık (yaklaşık % 40) kısmı hariç olmak üzere 268 yerli yatırımcıya ait çok ortaklı bir yapısı vardır.²⁹¹

4.5. TÜRK BANKACILIK SEKTÖRÜNDEKİ ÇOK ORTAKLI YAPILARIN DEĞERLENDİRİLMESİ

İlk olarak bankalar kanunlarındaki gelişimi değerlendirdiğimizde, bu alandaki ilk düzenlemelerde en az ortak sayısına ilişkin kanun maddeleriyle çok ortaklılığa ve sermayenin tabana yayılmasına önem verildiği izlenimi edinilmekte ise de 1990’lı

²⁸⁹ Özkan Tikveş, **Bankalar Kanunu ve Sermaye Piyasası Kanunu Şerhi**, İstanbul, 1992, s.3

²⁹⁰ T. İş Bankası A.Ş., Bizi Tanıyın, <http://www.isbank.com.tr> (10.02.2006), s.1

²⁹¹ Asya Katılım Bankası A.Ş., Tarihçe, <http://www.asyafinans.com.tr> (07.04.2007), s.1

yillardan sonra bu uygulamaya son verildiği ve en az ortak sayısına yönelik düzenlemeden vazgeçilerek hakim ortaklık şeklindeki yapılanma ve kısıtlamalara yönelindiği görülmektedir. Banka pay sahiplerinin sayısının 100'den az olamayacağı 28 sayılı Bankalar Hakkında Kanun Hükmünde Kararname ile mevzuata girmiş olup bu hükmün, bankacılıkta tekelleşmeyi önlemeye ve özel bankaların mülkiyet ve yönetimlerinin belli ellerde toplanmasına engel olmaya yönelik bulunduğu şüphesizdir. Aksi halde bankaların kaynaklarının kullanılmasında bankacılık prensiplerinden uzaklaşmaları; mülkiyet ve yönetimlerini ellerinde bulunduranların amaçları doğrultusunda faaliyette bulunmaları tehlikesi vardır. Ayrıca, bankaları halka açmanın amaçlandığı da ifade edilmiştir. Ancak 28 sayılı Bankalar Hakkında Kanun Hükmünde Kararname ile Türk hukukuna giren bu emredici hükmün; bankaların halka açılmasını, banka pay senetlerinin tabana yayılmasını sağlayamadığı, aksine bankaların halka açık olmalarının Türk hukuk sistemi içinde kabulü güç bir çelişki yarattığı savunulmuştur. Çelişkinin özellikle bankaların, Kanunun sistemi gereği mümkün olduğu kadar büyük bir özkaynağa sahip olmak zorunda buldukları için yeterli kar dağıtmamak ve sık sermaye artırımını yapmak zorunda olmaları ve banka pay sahipliğinin halka yayılması halinde bunun halk yönünden sakıncalar doğuracağı ve onları zarara uğratabileceği görüşüne dayanmaktadır.

Türk bankacılık sektöründeki çok ortaklı yapılar incelendiğinde de reel sektördeki çok ortaklı yapılar ile ilgili sonuçların büyük oranda burada da geçerli olduğu sonucuna ulaşılmaktadır. 1948 yılında İnhisarlar İdaresi çalışanları tarafından kurulan Tutumbank T.A.O. 1963 yılında, ordu mensupları ile yakınlarının 1949 yılında kurduğu T. Eski Muharıpler Bankası A.O. (Muhabank) 1958 yılında, 1957 yılında kurulan T. Muallimler, Memurlar ve Subaylar Bankası A.Ş. Tümsubank 1958 yılında, Tümsubank'ın ve Muhabank'ın birleşimi ile 1958 yılında kurulan T. Birleşik Tasarruf ve Kredi Bankası A.Ş. 1961 yılında, 1956 yılında demiryolları mensuplarınca kurulan Raybank T.A.Ş. 1964 yılında, 1959 yılında öğretmen ve milli eğitim personeline kurulan T. Öğretmenler Bankası A.Ş. (Töbank) 1992 yılında, 1914 yılında ege bölgesinin ekonomik kurtuluş savaşı olarak değerlendirilen ve üreticinin örgütlenmesi ve kooperatifleşmeyi kurumlaştırmaya çalışarak faaliyet gösterme amacıyla kurulan Tarişbank Milli Aydın Bankası T.A.Ş. 2001 yılında, Türkiye'nin

küçük sermaye sahipleri tarafından kurulan ilk milli bankası olan ve Banka Munzam Sandığı vasıtasıyla çalışanların Banka sermayesinin büyük kısmına sahip olduğu T. Ticaret Bankası A.Ş. 2001 yılında faaliyetlerine son vermek zorunda kalmıştır. Buraya kadar sayılan bankaların ortakları, ya çok sayıdaki küçük ortak ya da yine çok sayıdaki küçük ortağı bir araya getiren vakıf veya benzeri teşekküllerdir. En son olarak işadamları ve profesyoneller tarafından kurulan Ege Giyim Sanayicileri Bankası A.Ş.'nin sonunun da diğerlerinden farklı olmamasının ise, çok ortaklı yapılarla ilgili neredeyse bir dönüm noktası olduğu düşünülmektedir.

Çok ortaklı olarak kurulmalarına rağmen bugün hakim ortak kontrolünde olan bankalar, ikinci bir grup olarak değerlendirilebilir. Yapı ve Kredi Bankası A.Ş., T. Garanti Bankası A.Ş. ve Şekerbank T.A.Ş., çok ortaklı olarak kurulmalarına rağmen bugün eşit temsil esasına dayalı iki hakim sermayedar grubu tarafından yönetilen ortaklıklar haline gelerek varlıklarını sürdürürken Oyakbank A.Ş.'de 2007 yılı içinde Hollanda kökenli ING Bank'a satılmıştır.

T. İş Bankası A.Ş. ve Asya Katılım Bankası A.Ş. ise bugün bankacılık sistemimizdeki çok ortaklı yapıların faaliyet gösteren örnekleri olarak değerlendirilebilecektir.

Sonuç olarak; gerek faaliyetleri başarısızlıkla sonuçlanan çok ortaklı bankalar gerekse çok ortaklılıktan hakim ortaklığa geçerek faaliyetlerini sürdürmekte olan bankaların varlığı, bankacılık sektöründe de (istisna sayılabilecek iki banka hariç) çok ortaklılığın bir başka deyişle çoklu ortaklık şeklindeki yönetim modelinin reel sektörde olduğu gibi bankacılık sektöründe de çoğunlukla verimsizliğe ve/veya faaliyetlerin tasfiye ile sonuçlanmaya ya da hakim ortak kontrolüne geçişe neden olduğuna işaret etmektedir.

BEŞİNCİ BÖLÜM

TÜRK BANKACILIK SEKTÖRÜ

PERFORMANS ARAŞTIRMASI

5.1.ARAŞTIRMANIN AMACI

Çalışmanın bu bölümünde, lojistik regresyon analizi kullanılarak Türk bankacılık sektörünün performansı konusunda açıklayıcı değişkenlerin mali başarı olasılığını ne yönde ve ne miktarda değiştirdiği ile hakim ortağı olmayan bankalar açısından bir farklılaşma olup olmadığı belirlenmeye çalışılacaktır. Bunu belirlemek için önce hangi değişkenlerin modelde yer alması gerektiği araştırılacaktır. Modelde; bağımlı değişkeni etkileyen 36 finansal rasyo belirlenmiştir. Bunların tamamı -Parsimony İlkesi gereği²⁹²- modelde kullanılmayacağı için önce faktör analizi vasıtasıyla boyut indirgenecek, başka bir deyişle bu otuzaltı değişken gruplar halinde toplanacaktır. Ardından her gruptan bir tane değişken; o grubun temsilcisi seçilerek, lojistik regresyon için model spesifikasyonu daha uygun hale getirilmeye çalışılacaktır.

Türk bankacılık sektöründeki datalar üzerinden analizlerden önce izleyen bölümlerde tezde kullanılan ekonometrik testler açıklanacak ve analize geçilecektir.

5.2.FAKTÖR ANALİZİ

Faktör Analizi; birbirleriyle ilişkili fazla sayıdaki değişkeni daha az sayıdaki anlamlı bağımsız faktörler haline getiren çok değişkenli istatistik tekniklerindedir.

²⁹² Parsimony İlkesi (*Law of Parsimony*):Bulguların gereksiz yere tekrar edilmemesi ve bir kuram formüle edilir veya veri yorumlanırken olayı açıklayan iki veya daha fazla kuramdan /varsayımdan en basit olanın tercih edilmesi yaklaşımıdır.

Faktör analizine geçmeden önce kısaca faktör analizinin aşamaları üzerinde durulacaktır. Faktör analizinde dört temel aşama sözkonusudur.²⁹³ Birinci aşamada, veri setinin faktör analizi uygunluğunun değerlendirilmesi gerekir. Bu amaçla, korelasyon matrisinin oluşturulması, Barlett testi ve Kaiser-Meyer-Olkin (KMO) testleri yapılır.

Veri setinin faktör analizi için uygun olup olmadığının tespit edilmesinde ilk adım, değişkenler arasındaki korelasyon katsayılarının incelenmesidir. İstenen, değişkenler arasındaki korelasyonların yüksek olmasıdır. Çünkü, değişkenler arasındaki korelasyonlar ne kadar yüksek ise değişkenlerin ortak faktörler oluşturma olasılıkları da o kadar yüksektir. Başka bir ifade ile değişkenler arasında yüksek korelasyonların varlığı, değişkenlerin ortak faktörlerin değişik biçimlerdeki ölçümleri olduğunu gösterir. Değişkenler arasında düşük korelasyonların varlığı ise değişkenlerin ortak faktörler oluşturamayacaklarının işaretidir. Barlett Testi (Barlett Test of Sphericity) ise korelasyon matrisinde değişkenlerin en azından bir kısmı arasında yüksek oranlı korelasyonlar olasılığını test eder. Analize devam edilebilmesi için “Korelasyon matrisi birim matris haline getirilir” sıfır hipotezinin red edilmesi gerekir. Eğer sıfır hipotezi red edilirse değişkenler arasında yüksek korelasyonlar olduğunu başka bir deyişle veri setinin faktör analizi için uygun olduğunu gösterir. Bu aşamada son olarak, Kaiser-Meyer-Olkin (KMO) Örneklem Yeterliği Ölçütü yani gözlenen korelasyon katsayıları büyüklüğü ile kısmi korelasyon katsayılarının büyüklüğünü karşılaştıran bir indekse bakılmalıdır. KMO oranının 0,5’in üzerinde olması gerekir. Oran ne kadar yüksek olursa o kadar iyidir denilebilir.

İkinci aşama olan faktörlerin elde edilmesinde amaç; değişkenler arasındaki ilişkileri en yüksek derecede temsil edecek az sayıda faktör elde etmek olup kaç faktör elde edileceği ile ilgili özdeğer (Eigenvalues) istatistiği, Scree test, toplam varyansın yüzdesi yöntemi, Joiffe kriteri, açıklanan varyans kriteri gibi yöntemler mevcuttur. Üçüncü aşamamız, faktörlerin rotasyonu adını taşımakta olup yorumlanabilecek nitelikte isimlendirilmiş yeni faktörler elde edilmeye çalışılır. Bu

²⁹³ Şeref Kalaycı (Ed.), *SPSS Uygulamalı Çok Değişkenli İstatistik Teknikleri*, Ankara, 2008, s.322

da daha çok orthogonal rotasyon denilen elde edilen faktörlerin birbirleri ile korelasyon içinde olmadığı veya bağımsız oldukları yöntem ile yapılır. Faktörlerin isimlendirilmesi ise dördüncü aşama niteliğinde olup analiz sonuçlarına göre elde edilen yeni faktörlerin isimlendirilmesi; en önemli aşama niteliğindedir.

Yapılan açıklamalar çerçevesinde, analizde 1995-2000 yılları arasındaki 36 adet finansal oranın ortalamaları finansal değişken olarak, 79 adet banka ise gözlem değeri olarak yer almaktadır. Finansal oranlar T. Bankalar Birliği'nin Bankalarımız Yıllıkları ve web sitesinden yararlanarak elde edilmiştir. Analizde kullanılan rasyoların 1995-2000 olarak seçilmesinin nedeni ise, anılan dönemin sonlarında yaşanan ekonomik kriz sonrasında yaklaşık yirmi bankanın faaliyetlerine son verilmesi nedeniyle lojistik regresyon analizinde kullanılan başarı başarısızlık durumunun model için de sorgulanabilir olmasıdır. Bir başka deyişle lojistik regresyon analizi vasıtasıyla sorgulanan başarı veya başarısızlık durumuna ilişkin oluşturulan modelin sonuçları ile yaşanan kriz sonrasında faaliyetlerine son verilen başarısız bankaların gerçekleşen durumu, bu dönem için karşılaştırılabilir niteliktedir ve analizin yerindeliğini de göstermesi açısından önemlidir. Bu noktada anılan dönemden sonra yaygın ortaklı bankaların sayısında da düşme olması önem arz etmektedir.

Aşağıdaki Tablo'da Faktör Analizinde 1995-2000 yılları arasındaki ortalamaları oluşturularak kullanılan 36 adet oran verilmektedir.

NO	KISA ADI	SERMAYE ORANLARI
ORAN1	SER1	Sermaye Standart Rasyosu
ORAN 2	SER2	(Özkaynak + Kar)/T.Aktifler
ORAN 3	SER3	(Özkaynak + Toplam Kar)/(Mevd.+Mev.Dışı Kay.)
ORAN 4	SER4	Net Çalışma Sermayesi/T.Aktifler
ORAN 5	SER5	(Özkaynak+ Toplam Kar)/(T.Aktifler+Gayrinakdi Kred.)
ORAN 6	SER6	Döviz Pozisyonu/Özkaynak
		AKTİF ORANLARI
ORAN 7	AK1	T.Krediler/T.Aktifler
ORAN 8	AK2	Takipteki Krediler/T. Krediler

ORAN 9	AK3	Duran Aktifler/T.Aktifler
ORAN 10	AK4	YP Aktifler/YP Pasifler
		LİKİDİTE ORANLARI
ORAN 11	LİK1	Likit Aktifler/T.Aktifler
ORAN 12	LİK2	Likit Aktifler/(Mevduat + Mev.Dışı Kay.)
ORAN 13	LİK3	YP Likit Aktifler/YP Pasifler
		KARLILIK ORANLARI
ORAN 14	KAR1	Net Dönem Karı/Ortalama T.Aktifler
ORAN 15	KAR2	Net Dönem Karı/Ortalama Özkaynaklar
ORAN 16	KAR3	Net Dönem Karı/Ortalama Ödenmiş Sermaye
ORAN 17	KAR4	Vergi Öncesi Kar/Ortalama T.Aktifler
ORAN 18	KAR5	Takipteki Alacak Provizyonu/T.Krediler
ORAN 19	KAR6	Takipteki Alacak Provizyonu/T.Aktifler
		GELİR GİDER ORANLARI
ORAN 20	GEL1	Takip.Alac.Son.Net Faiz Gel./Ort.T.Aktif.
ORAN 21	GEL2	Faiz Gelirleri/Faiz Giderleri
ORAN 22	GEL3	Faiz Dışı Gelirler/Faiz Dışı Giderler
ORAN 23	GEL4	Toplam Gelirler/Toplam Giderler
ORAN 24	GEL5	Faiz Gelirleri/Ort. Getirili Aktifler
ORAN 25	GEL6	Faiz Giderleri/Ort.Götürülü Aktifler
ORAN 26	GEL7	Faiz Giderleri/Ort.Getirili Aktifler
ORAN 27	GEL8	Faiz Gelirleri/T.Gelirler
ORAN 28	GEL9	Faiz Dışı Gelirler/T.Gelirler
ORAN 29	GEL10	Faiz Giderleri/T.Giderler
ORAN 30	GEL11	Faiz Dışı Giderler/T.Giderler
		FAALİYET ORANLARI
ORAN 31	FAAL1	(Personel Gideri+Kıdem Tazminatı)/T.Aktif
ORAN 32	FAAL2	(Personel Gideri+Kıdem Tazm.)/Personel Sayısı
ORAN 33	FAAL3	Kıdem Tazminatı/Personel Sayısı (Milyar TL)
ORAN 34	FAAL4	Faaliyet Gideri/T.Aktif
ORAN 35	FAAL5	Vergi Hariç Ayrılan Provizyonlar/T.Gelirler
ORAN 36	FAAL6	Vergi Dahil Ayrılan Provizyonlar/T.Gelirler

Tablo 3: 1995-2000 Döneminde Analizde Kullanılan Finansal Oranlar

Kaynak: T. Bankalar Birliği Bankalarımız Yıllıkları, www.tbb.org.tr

Analizde kullanılan değişkenler, sermaye yeterliliği, aktif kalitesi, likidite yeterliliği, karlılık, gelir gider yapısı ve faaliyet oranlarının ortalamaları olarak altı ana grupta ayrılmıştır.

Tablo:4'te analizde kullanılan değişkenler için tanımlayıcı istatistikler verilmiş olup değişkenlere ilişkin aritmetik ortalamalar, standart sapma ve gözlem sayılarına ilişkin bilgiler mevcuttur.

	Ortalama	Standart Sapma	Analiz
SER1	40,0384	120,13366	73
SER2	13,0082	17,12859	73
SER3	46,4644	130,43008	73
SER4	5,7493	17,57019	73
SER5	8,3397	12,29427	73
SER6	157,5767	218,42140	73
AK1	30,1521	16,61242	73
AK2	20,6260	45,71809	73
AK3	10,5151	9,16948	73
AK4	78,6589	23,66623	73
LİK1	47,7411	19,46101	73
LİK2	82,7315	102,93952	73
LİK3	43,0849	24,63662	73
KAR1	2,3288	12,92606	73
KAR2	61,7616	127,44891	73
KAR3	56,9726	245,15506	73
KAR4	5,2877	16,70244	73
KAR5	8,8068	31,15688	73
KAR6	1,5918	3,90423	73
GEL1	10,2479	28,64334	73
GEL2	716,5575	3650,40721	73
GEL3	16,6301	153,74207	73
GEL4	138,4986	48,25293	73
GEL5	49,3123	32,45904	73
GEL6	25,0055	15,79388	73
GEL7	33,0123	57,71044	73
GEL8	89,1740	47,22540	73
GEL10	62,2438	17,61162	73
FAAL1	3,0658	2,21561	73
FAAL2	11,1986	13,54335	73
FAAL3	,2411	,22659	73
FAAL4	4,1452	3,25683	73
FAAL5	5,5685	10,22906	73
FAAL6	9,9288	10,51394	73

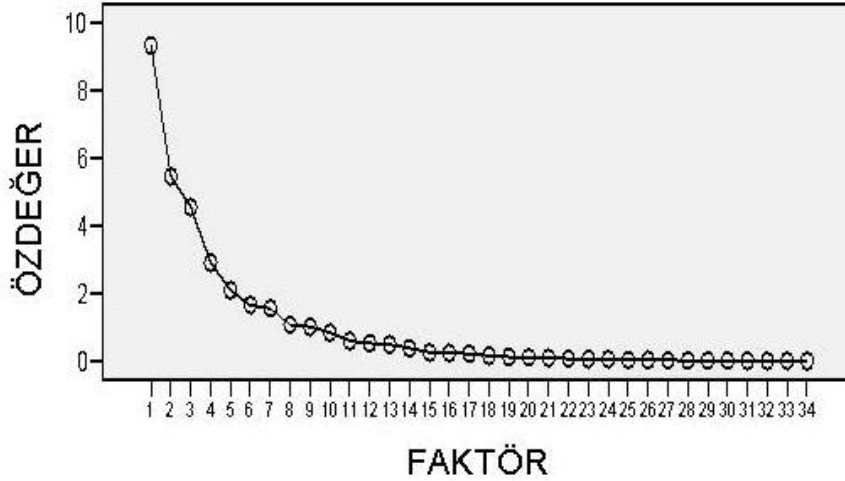
Tablo 4 : Tanımlayıcı İstatistikler

Tablo 5 üzerinde yer alan Kaiser-Meyer-Olkin (KMO) örneklem yeterliği ölçütü 59.9'dur. $59,9 > 0,50$ olduğundan veri setimizin faktör analizi için uygun olduğu söylenebilecektir.

İkinci olarak bakılan test Bartlett Testi'dir. Tablodan görüldüğü gibi Bartlett testi anlamlıdır (Sig=0.000). Bir başka deyişle sıfır hipotezinin red edilmesi; değişkenler arasında yüksek korelasyonlar olduğunu, veri setinin faktör analizi için uygun olduğunu gösterir.

Kaiser-Meyer-Olkin Örneklem Yeterliği Ölçütü		,599
Bartlett's Testi	Approx. Chi-Square	3943,91
	df	4
	Sig.	,000

Tablo 5 : KMO ve Bartlett Testi Sonuçları



Grafik 1 : Özdeğerlerin Grafikselsel Gösterimi

Özdeğerler (Eigenvalue değerleri) herhangi bir faktörün tek başına kendisini ifade edebilme gücünü ifade etmekte olup bağımsız bir faktörün değerinin birden büyük olması istenir. Bu çerçevede önceki sayfada verilen Grafik 1'deki birden büyük olan faktörlerin anlamlılıklarına ilişkin değerlendirme yapmak için ise Tablo 6 ile birlikte analiz yapılmalıdır.

İzleyen sayfada verilen Tablo 6'da ise 36 değişkenden analizde kullanılan 34'üne ilişkin olarak hesaplanan faktörlerin özdeğerleri ve varyansı açıklama yüzdeleri verilmiştir. Özdeğerler; faktörlerin varyansına tekabül etmekte olduğundan birinci faktörün varyansı 9,337'dir ve analiz sonucunda 34 adet değişken kullanıldığından toplam varyans da 34'e eşit olacaktır. Bu noktada ilk faktör toplam varyansın $(9,337/34)$ %27,46'sını, ikinci faktör %16,06'sını, üçüncü faktör de 13,39'unu açıklamaktadır. İlk üç faktörün varyansın % 56,91'ini açıkladığı görülmektedir. Diğer faktörlere geçildikçe açıklama gücü azalarak 0'a yaklaşmaktadır.

Faktör analizinin temel amacı, veri setinin daha az sayıda ve anlamlı faktörlere indirgenmesidir. Bu çerçevede faktör analizine başlamadan önce 36 olan değişken sayısı faktör analizi sonrasında 9 faktör olarak bulunmuştur. Kaiser Kriterine göre varyansa katılma miktarı (özdeğeri) 1'den büyük olanlar Tablo:6'dan seçildiğinde 9 faktöre ulaşılmakta olup bu faktörlerin toplam varyansın % 87,24'ünü açıkladığı sonucuna varılmaktadır.

Bu aşamada, her bir değişken ile her bir faktör arasındaki ilişkiyi gösteren faktör yükü katsayıları veya korelasyon katsayılarını hesaplamak gerekmektedir. Tablo 7 ise faktör yükü matrisine ilişkin verileri içermektedir.

	FAKTÖR								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
SER4	,936								
KAR4	,924								
KAR1	,875	-,341							
SER2	,835				-,388				
SER5	,798	,336			-,348				
SER1	,690	,549	-,310						
GEL4	,630	-,404	,343			,337			
FAAL1	,604	,494	,319						
FAAL2	,556	,456	-,411						
FAAL4	,542	,508	,443						
GEL1		-,785	,526						
GEL7	,339	,746	-,518						
GEL5	,485	,620	-,306						
GEL3	,558	,593	-,313	-,392					
FAAL5	-,506	,573	,462						
KAR6	-,539	,571	,402						
AK2	-,426	,533	,373					,342	
KAR5	-,446	,510	,382						
KAR3	,466	-,507							
GEL10	-,398		-,714				,381		
SER3	,528		,700						
FAAL6		,398	,627						
LİK2	,578		,601				,305		
GEL2	,514		,576				,340		
SER6				,847					
AK4				-,766	,422				
AK1	-,399			-,625		,408			,345
LİK1	,438			,613	,469	-,311			
AK3			,347		-,661				-,451
LİK3	,538				,551	-,436			
GEL6				,388	-,315		,731		
GEL8		-,401		,309				,605	
FAAL3								-	
KAR2						,624		,409	-,686

Tablo 7 : Faktör Yükleri Matrisi

Tablo 7’de verilen faktör yükleri matrisindeki faktörler için anlamlılığı daha iyi test edebilme amacıyla Varimax dönüştürme işlemi ile tekrar faktör yükü matrisi elde edilmiş olup sonuçlar aşağıdaki tabloda verilmektedir.

	FAKTÖR								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
GEL7	,929								
SER1	,921								
FAAL2	,847								
GEL1	-,843	,352							
GEL3	,834			,430					
GEL5	,834							-,339	
SER5	,657	,440				,414			
LİK2		,911							
GEL2		,889							
SER3		,870				,361			
GEL4		,680					,327	,461	
KAR4	,414	,600	-,458				,355		
SER2		,597	-,515			,441			
KAR1		,559	-,552				,410		
FAAL4	,420	,527				,432			-,343
FAAL1	,460	,527							-,343
KAR6			,938						
KAR5			,911						
FAAL5			,878						
FAAL6			,789					,306	
AK2			,763						
SER4	,446	,535	-,570						
KAR3			-,529				,522		
AK4				,874					
SER6				-,774					
GEL6				-,557			-,359	-,543	
AK1					-,871				
LİK1					,856				
LİK3		,313		,569	,671				
AK3						,928			
GEL10		-,515				-,549		-,415	
GEL8							,802		
FAAL3								,611	
KAR2									,933

Tablo 8 : Döndürülmüş Faktör Matrisi

Tablo 8 faktör analizinin nihai sonucu niteliğindedir. Burada yapılan dönüştürme ile güdülen amaç; yorumlanabilir nitelikte anlamlı faktörler elde etmektir. Bu bağlamda; döndürülmüş faktör matrisi, faktör analizi sonuçlarının yorumlamasına temel teşkil etmektedir. Matrizen elde edilen ilişkiler vasıtasıyla bankacılık sisteminin finansal yapısı ve gelişimi konusunda yorumlar yapılabilmesi mümkündür.

Döndürülmüş faktör matrisinden sonraki aşama faktörlerin isimlendirilmesidir. Matriste orjinal değişken ve onun faktörü arasındaki korelasyonlar görülmektedir. Bir değişken hangi faktör altında mutlak değer olarak büyük ağırlığa sahipse o değişken o faktör ile yakın ilişki içinde demektir.

Bu noktada toplam varyansın %27,46'sını açıklayan ilk faktörde yoğunlaşan değişkenler; gelir (GEL7,GEL1,GEL3,GEL5) ve sermayeye (SER1,SER5,SER4) yönelik değişkenlerdir. Özellikle gelir ve sermaye yeterliği ile ilgili değişkenler üzerinde yoğunlaşılması nedeniyle bu faktöre “gelir-gider yapısı ve güvenilirlik faktörü” adı verilmiştir. Toplam varyansın %16,06'sını açıklayan ikinci faktör; likidite (LİK2), gelir (GEL2, GEL4), sermaye (SER3,SER2,SER4), kar (KAR4,KAR1) ve faaliyet (FAAL4, FAAL1) gibi birçok değişken üzerinde yoğunlaşılması nedeniyle “finansal yapı faktörü”, toplam varyansın 13,39'unu açıklayan üçüncü faktörde (KAR4,KAR1,KAR6,KAR5,KAR3) karlılık üzerinde yoğunluğun ortaya çıkması nedeniyle “verimlilik faktörü”, toplam varyansın % 8,57'sini açıklayan dördüncü faktör “aktif kalitesi ve üretkenlik faktörü” olarak isimlendirilmiş olup beşinci faktörde likidite değişkenleri ağırlıkla yer almakta olup “likidite yeterliliği” adı verilmiştir. Altıncı faktör “bağlı aktifler faktörü”, yedinci faktör “faiz gelirleri faktörü”, sekizinci faktör “faaliyet ve gelir-gider faktörü”, dokuzuncu faktör ise “özkaynak karlılığı faktörü” olarak değerlendirilmiştir. Diğer taraftan, toplam varyansın %65,49'unu açıklayan ilk dört faktörde bir çok değişken grubu yer alması nedeniyle karma faktör niteliği ortaya çıktığı da söylenebilecektir. Yapılan açıklamalar çerçevesinde 36 adet değişken analiz sonucunda dokuz adet faktöre indirgenmiştir. Bu çerçevede lojistik regresyon analizine ilişkin açıklamalar ise aşağıdaki şekildedir.

5.3.LOJİSTİK REGRESYON ANALİZİ

Açıklanan değişkeni evet-hayır ya da var-yok yanıtlarından oluşan regresyon modelleri, iki uçlu ya da gölge bağımlı değişkenli modeller olarak bilinir ve çok

çeşitli alanlarda kullanılabilirler. DOM, Logit ve Probit Modelleri bu tür modelleri tahminde kullanılan modellerdendir. Bu üç modelden kullanımı en basit olanı DOM'dur ama hata teriminin normal dağılması, değişen varyans, tahmin edilen olasılığın 0-1 sınırları dışına çıkabilmesi nedenleriyle tercih edilmeyebilmektedir. Probit ise yaklaştırma hatalarına yol açabilmektedir. Logit modelinde ise bahis oranlarının logaritmaları alındığında doğrusallıktan uzak görünen bir model, katsayılarla tahmin edilebilecek bir modele dönüşmesi nedeniyle olumlu sonuçlar verebilmektedir.²⁹⁴ Diğer taraftan bağımlı bir modelde, bağımlı değişken nominal ölçekli ise EKK tekniğine alternatif olarak kullanılabilen teknikler arasında diskriminant modelleri de yer almaktadır.

Bağımsız değişkeni iki veya daha çok gruptan oluşan bir diskriminant modelinde modelin parametreleri grupları birbirinden en iyi ayıracak şekilde hesaplanmaktadır. Fakat, diskriminant analizinin grupları en iyi bir biçimde ayırabilmesi için bağımsız değişkenlerin normal dağılıma uyması ve bağımsız değişkenlerin kovaryanslarının her grup düzeyinde eşit olması gereklidir. Bu nedenle diskriminant analizinde bağımsız değişkenler arasında nominal veya ordinal ölçekli (metrik olmayan) değişken veya değişkenlerin kullanılması durumunda bu iki varsayım sağlanamamaktadır.

Lojistik regresyon modelinde ise bağımsız değişkenler için bu iki varsayım aranmamaktadır.²⁹⁵ Genellikle şart olmamakla birlikte bağımlı değişkenin kodlaması 0 ve 1 şeklinde yapılır. Modelde parametreler analitik olarak elde edilemediğinden maksimum olabilirlik (Maximum Likelihood) tekniği ile tahmin edilmektedir. Ayrıca, bir olayın gerçekleşme olasılığı p ise gerçekleşmeme olasılığı $1-p$ dir ve Odds Oranı olarak bilinir. Buna göre lojistik regresyon modeli aşağıdaki şekilde yazılır.

$$L = \ln [p_i / 1-p_i] = b_0 + b_1X_i + e_i$$

²⁹⁴ Damodar N. Gujarati, **Temel Ekonometri**, Çev:Ümit Şenesen, Gülay Günlük Şenesen, İstanbul, 2001, s.575

²⁹⁵ Kalaycı, s.273

Lojistik regresyon modelinde, bağımsız değişkenlerin aralıklı, oranlı ya da ikil olabileceği, analizde kullanılacak değişkenlerin konuyla ilişkili olduğu ve aralarındaki ilişkinin doğrusal olduğu, hata terimleri arasında otokorelasyon olmadığı ve hataların beklenen değerinin sıfır olduğu, bağımsız değişkenler arasında mükemmel çoklu doğrusallık olmadığı varsayılır.

Lojistik regresyon analizinde izlenen adımlar; tahminleyici değişkenler kümesi belirlenmesi, veri setinin incelenerek uç ve ekstrem değerlerin varlığı hususlarının kararlaştırılması, denklem tahmininin yapılarak lojistik modelin varsayımlarının test edilmesi ile etkin gözlemlerin belirlenip incelenmesi ve son olarak parametreler ve sonuçların yorumlanması olarak özetlenebilir.

Yapılan açıklamalar çerçevesinde, bağımlı değişken olarak mali başarısızlığın seçildiği modelde (mali başarı 0, mali başarısızlık durumu ise 1 olarak dikkate alınmıştır) faktör analizi ile elde edilen 9 faktör bağımsız değişken olarak ve bankaların sahiplik yapısını da test etme amacı çerçevesinde oluşturulan yaygın ortaklık/yaygın ortaklık değil şeklindeki kukla değişkenin değerleri girilerek analize başlanır. Modelimizde İleri Doğru Seçim (Forward Stepwise) adı verilen modele girecek olan değişkenlerin adım adım seçilmesi şeklindeki lojistik regresyon yöntemi kullanılmıştır.

		N	%
Seçimler	Analize Dahil Olanlar	73	92,4
	Kayıp Değer	6	7,6
	Toplam	79	100,0
Seçim Dışı		0	,0
Toplam		79	100,0

Tablo 9 : Kayıp Değer Tablosu

Asli Değerlendirme	Dahili Değerlendirme
MALİ BAŞARILI	0
MALİ BAŞARISIZ	1

Tablo 10 : Bağımlı Değişkenler Kodları

	Dağılım	Parametre Kodlaması
	(1)	(1)
ORTAKLIK YAYGIN ORTAKLIK	6	1,000
YAYGIN ORTAKLIK DEĞİL	67	,000

Tablo 11 : Dummy Değişken Kodlaması

Yapılan analiz çerçevesinde Tablo 9, 10 ve 11’de sırasıyla analize giren ve kayıp değerlerin bilgileri, mali başarı ve başarısızlığın programın kendi algoritmasında nasıl kodlandığı, bu çerçevede mali başarının 0 ve mali başarısızlığın ise 1 olarak algılandığı ve son olarakta kukla değişken olarak seçilen yaygın ortaklıkların 0, yaygın ortaklık olmayan bankaların ise 1 olarak kodlandığı ve frekanslarına yönelik bilgiler verilmektedir.

Gözlenen		Tahmini			
		MALİBAŞARI		% Doğruluk	
		MALİ BAŞARILI	MALİ BAŞARISIZ	MALİ BAŞARILI	
Step 0	MALİBAŞARI	MALİ BAŞARILI	52	0	100,0
		MALİ BAŞARISIZ	21	0	,0
	Total %				71,2

Tablo 12 : Sınıflandırma Tablosu (a,b)

Bu noktada Step 0 sadece sabit terimin yer aldığı adımdır. Step 1’de ise sabitin yanına bağımsız değişkenler eklenmesi durumu sözkonusu olacaktır. Tablo12 hangi grubun frekansı yüksekse (analizde mali başarılı) analizin tüm gözlemlere mali başarılı demesi durumunda dahi % 71,2’sini doğru tahmin etmiş olacağını söylemektedir. Bahse konu oran, analizin başarısının değerlendirilmesi noktasında karşılaştırma yapılacağından önemlidir.

		Chi-square	df	Sig.
Aşama 1	Step	18,248	1	,000
	Block	18,248	1	,000
	Model	18,248	1	,000
Aşama 2	Step	17,086	1	,000
	Block	35,334	2	,000
	Model	35,334	2	,000
Aşama 3	Step	9,169	1	,002
	Block	44,502	3	,000
	Model	44,502	3	,000

Tablo 13 : Omnibus Test Sonuçları

Tablo 13'te modelin ve modelin adımlarının test edildiği özet bilgiler yer almaktadır. Buna göre, H0 hipotezi model anlamsızdır ve H1 hipotezi ise modelin anlamlı olduğu vurgusu üzerine kurgulandığında, Sig = 0 < 0,05 olduğundan modelin anlamlı olduğu sonucuna ulaşılmaktadır.

Aşama	-2 Log likelihood	Cox & Snell R Square	Nagelkerke R Square
1	69,360(a)	,221	,316
2	52,274(b)	,384	,549
3	43,106(c)	,456	,653

Tablo 14 : Model Özet Tablosu

Modelin açıklayıcılığı ile ilgili olarak Model özet tablosu bilgi verir. Buna göre; -2 log likelihood değeri 0'a yakın olmalıdır. 0'a en yakın değer Aşama 3'tedir. Cox & Snell R Square ve Nagelkere R Square bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkendeki değişimi açıklama gücünü ifade ederler. Nagelkere R Square yorumlarda genellikle tercih edilen orandır. Buna göre, bağımsız değişkenlerin bağımlı değişkendeki değişimi en fazla olarak açıklama oranı da Aşama 3'tedir. Bir başka deyişle Aşama 3'te bağımsız değişkenler bağımlı değişkendeki değişimin yaklaşık % 65,3'ünü açıklayabilmektedir.

Aşama	Chi-square	df	Sig.
1	7,776	8	,456
2	15,388	8	,052
3	3,758	8	,878

Tablo 15 : Hosmer and Lemeshow Test Sonuçları

Hosmer and Lemeshow Testi; bir uyum iyiliği istatistiğidir. Tablo 15 Hosmer and Lemeshow test sonuçlarını vermekte olup H0 hipotezi model uyumu iyidir ve H1 hipotezi model uyumu iyi değildir varsayımında Sig = 0,8 > 0,05 olduğundan veri ile modelin uyumlu olduğu sonucuna ulaşılır.

	MALİBAŞARI = MALİ BAŞARILI		MALİBAŞARI = MALİ BAŞARISIZ		Toplam
	Gözlenen	Tahmini	Gözlenen	Tahmini	Gözlenen
Aşama 1					
1	7	6,864	0	,136	7
2	6	6,572	1	,428	7
3	6	6,045	1	,955	7
4	7	5,848	0	1,152	7
5	6	5,674	1	1,326	7
6	7	5,338	0	1,662	7
7	5	5,057	2	1,943	7
8	2	4,218	5	2,782	7
9	3	3,594	4	3,406	7
10	3	2,789	7	7,211	10
Aşama 2					
1	7	6,961	0	,039	7
2	7	6,697	0	,303	7
3	7	6,561	0	,439	7
4	7	6,373	0	,627	7
5	7	6,151	0	,849	7
6	7	6,007	0	,993	7
7	2	5,423	5	1,577	7
8	3	4,221	4	2,779	7
9	3	2,630	4	4,370	7
10	2	,976	8	9,024	10
Aşama 3					
1	7	6,993	0	,007	7
2	7	6,922	0	,078	7
3	7	6,725	0	,275	7
4	7	6,558	0	,442	7
5	6	6,392	1	,608	7
6	6	6,097	1	,903	7
7	6	5,480	1	1,520	7
8	3	4,287	4	2,713	7
9	2	2,211	5	4,789	7
10	1	,334	9	9,666	10

Tablo 16 : Hosmer and Lemeshow Test Detayları

Tablo 16’da Hosmer and Lemeshow testinin detayları yer almakta olup 10 parçaya bölünmüş olan verilerin, her bir parçadaki beklenen ve gözlenen değerleri arasında istatistiksel olarak farklılığın olup olmadığını ortaya koyar.

Gözlenen		Tahmini			
		MALİBAŞARI		% Doğruluk	
		MALİ BAŞARILI	MALİ BAŞARISIZ	MALİ BAŞARILI	
Aşama 1	MALİBAŞARI	MALİ BAŞARILI	49	3	94,2
		MALİ BAŞARISIZ	12	9	42,9
	Genel %				79,5
Aşama 2	MALİBAŞARI	MALİ BAŞARILI	47	5	90,4
		MALİ BAŞARISIZ	9	12	57,1
	Genel %				80,8
Aşama 3	MALİBAŞARI	MALİ BAŞARILI	49	3	94,2
		MALİ BAŞARISIZ	6	15	71,4
	Genel %				87,7

Tablo 17 : Sınıflandırma Tablosu (a)

Tablo 17’ye göre Aşama 1 ve Aşama 2’de oluşturulan modelin 1 değerlerini 1 ve 0 değerlerini 0 olarak tahmin etme gücünün % 79,5 ve % 80,8 olduğunu Aşama 3’te ise % 87,7’ye yükseldiğini görüyoruz. Buna göre analiz sonucunda 3 banka mali başarılı iken analiz sonucunda mali başarısız olarak değerlendirilmiş, 6 banka da mali başarısız olmalarına rağmen başarılı olarak değerlendirilmiştir.

Nihai değerlendirmede Lojistik Regresyon Analizi modelin elde edildiği veri setinde orjinal grupların % 87,7’sini doğru tahmin etmiştir. Modelin geçerliliğinin test edildiği veri setinde ise başarı oranı % 71,2 olarak belirlenmiştir. Lojistik Regresyon Analizi 73 gözlem biriminin 64’ünün sınıflamasını doğru olarak yapmıştır. Mali başarısızlığın % 71,4 ile veri setindeki başarı oranı olan % 71,2’nin oldukça düşük bir oranla üzerinde olmasına rağmen mali başarılı bankalara ilişkin olarak % 94,2 oranının elde edilmesi ve genel olarak % 87,7 oranının ortaya çıkmış olması analizin yerindeliğini gösteren hususlar arasındadır.

		B	S.E.	Wald	df	Sig.	Exp(B)
Aşama 1(a)	FAC8_1	-1,437	,417	11,888	1	,001	,238
	Sabit	-1,235	,332	13,803	1	,000	,291
Aşama 2(b)	FAC3_1	1,960	,655	8,954	1	,003	7,099
	FAC8_1	-1,895	,526	12,983	1	,000	,150
	Sabit	-1,252	,396	9,980	1	,002	,286
Aşama 3(c)	FAC2_1	-2,349	1,287	3,333	1	,068	,095
	FAC3_1	2,365	1,009	5,496	1	,019	10,644
	FAC8_1	-2,181	,631	11,953	1	,001	,113
	Sabit	-1,560	,571	7,462	1	,006	,210

Tablo 18 : Denklemdeki Değişkenler Tablosu

			Sonuç	df	Sig.
Aşama 1	Değişkenler	ORTAKLIK(1)	,069	1	,793
		FAC1_1	,684	1	,408
		FAC2_1	3,335	1	,068
		FAC3_1	17,007	1	,000
		FAC4_1	,362	1	,548
		FAC5_1	1,229	1	,268
		FAC6_1	,609	1	,435
		FAC7_1	4,108	1	,043
		FAC9_1	,005	1	,945
		Genel İstatistikler	33,407	9	,000
Aşama 2	Değişkenler	ORTAKLIK(1)	,188	1	,664
		FAC1_1	,870	1	,351
		FAC2_1	5,627	1	,018
		FAC4_1	,431	1	,511
		FAC5_1	,937	1	,333
		FAC6_1	1,210	1	,271
		FAC7_1	,982	1	,322
		FAC9_1	,043	1	,836
		Genel İstatistikler	9,638	8	,291
		Aşama 3	Değişkenler	ORTAKLIK(1)	,317
FAC1_1	,488			1	,485
FAC4_1	,008			1	,930
FAC5_1	2,172			1	,141
FAC6_1	,007			1	,932
FAC7_1	,630			1	,427
FAC9_1	,000			1	,991
Genel İstatistikler	3,436			7	,842

Tablo 19 : Denklemde Yer Almayan Değişkenler

Tablo 18 vasıtasıyla değişkenlerin modeldeki anlamlılıkları ve birim değişimlerinin modele ne kadarlık katkı sağlayacağı bulunabilir. Burada modeldeki anlamlılık test istatistiği Wald İstatistiğidir. Tablodaki significant değerleriyle hangi değişkenin modelde bulunacağı 0,05 kritik değerine bakılarak test edilebilir. Yine Tablodaki B değerleri lojistik regresyondaki denklem katsayılarıdır ve bu değişkenlerdeki her bir birimlik değişimin modele ne kadar katkı sağlayacağına $Exp(B)$ değerine bakarak karar verilebilir. Wald İstatistiği ile katsayıların anlamlılığını test etmede Tablo 17’de verilen değerler çerçevesinde H_0 katsayılar anlamsızdır ve H_1 katsayılar anlamlıdır kurgusu ile Sig değerleri sütunundan 0,05’lik ölçüye göre Faktör3 ve Faktör8 ile sabit değerin anlamlı sonuçlar verdiği sonucuna ulaşılmaktadır. Faktör3’ün $Exp(B)$ değerinin 10,644 olması nedeniyle denklemde önemli bir katkı sağlayacağı, diğer anlamlı faktörlerin $Exp(B)$ değerlerinin küçük olması nedeniyle katkılarının oldukça sınırlı olduğu sonucuna ulaşılmaktadır. Son olarak denklemde yer almayan değişkenlere ilişkin bilgileri ise Tablo 19’da görölmektedir.

5.4.DEğERLENDİRME

Bankaların mali tabloları üzerinden performanslarının ölçülmesine ilişkin olarak kullanılan nicel yöntemleri “Tek Değişkenli” ve Çok Değişkenli” analiz teknikleri olmak üzere iki ana başlık altında toplamak mümkündür.

Tek değişkenli analiz teknikleri, analizde yer alan tüm değişkenlerin etkisinin bir bütün olarak incelenememesi ve bu tekniklerin analizde yer alan diğer değişkenlerin kontrol altında tutularak her defasında tek bir değişkenin etkisinin incelenmesine imkan vermesi nedenleriyle eleştirilmektedirler. Bununla birlikte, çok değişkenli istatistiksel analiz teknikleri ise işlemleri bir bütün olarak ele almakta ve değişkenlerin bağımlılık yapısını açıklamaya çalışmaktadır. Bu çerçevede analizlerde çok değişkenli istatistik teknikleri kullanılmıştır.

Çalışmada, lojistik regresyon analizi kullanılarak Türk bankacılık sektörünün performansı konusunda açıklayıcı değişkenlerin mali başarı olasılığını ne yönde ve ne miktarda değiştirdiği ile hakim ortağı olmayan bankalar açısından bir farklılaşma olup olmadığını belirleme amacı güdülmüştür. Bunu belirlemek için önce hangi değişkenlerin modelde yer alması gerektiği araştırılarak, modeldeki bağımlı değişkeni etkileyen 36 finansal rasyo belirlenmiştir. Bankaların 1995-2000 yılı arasındaki 36 adet finansal rasyosunun ortalamaları -Parsimony İlkesi gereği- modelde kullanılmayacağı için önce faktör analizi vasıtasıyla boyut indirgenmiştir. Bir başka deyişle bu otuzaltı değişken; gruplar halinde toplanmıştır. Ardından her gruptan bir tane değişken o grubun temsilcisi seçilerek, lojistik regresyon için model spesifikasyonu daha uygun hale getirilmeye çalışılmıştır. Bu çerçevede, elde edilen dokuz faktör üzerinden bankaların mali başarı ve başarısızlığı üzerinde etkili olan değişkenleri belirlemek üzere lojistik regresyon analizi yapılmış, burada bankaların sahiplik yapısının etkisini de görmek amacıyla hakim ortaklı olan bankalar ile yaygın ortaklı olan bankalar, farklı kategoriler olarak analize dahil edilmiştir.

Sonuç olarak pek çok çalışmanın da gösterdiği gibi, teorik tartışmalar net olarak mali başarıda bankaların ortak yapısının etkisi konusunda net bir bilgi verememektedir. Lojistik regresyon yöntemiyle yaptığımız çalışmada da bankaların mali başarısı veya iflasında etkili olan faktörler hakkında bilgi sahibi olabilmekle beraber yaygın ortaklılığın ve/veya hakim ortaklı yapının mali başarı üzerinde anlamlı bir ilişkisi olduğu sonucuna ulaşamamıştır. Ancak, bu ampirik çalışmanın finansal kuruluşlar ve denetleyici mekanizmalar tarafından kurumların performans yönetiminde kullanılabileceğini düşünüyoruz.

SONUÇ

Çok ortaklı şirketler, üzerinde tanım birliği oluşturulamayan bir yapı olmakla birlikte çalışmamızda üzerinde durulan çok ortaklı şirket kavramı ile hakim ortağı olmayan yapılar kastedilmiştir. Ortakların gerek kar gerekse oy gibi ayrıcalıklı haklara sahip olmadıkları yapılar, nitelikleri gereği farklı dinamiklere sahip kurumlardır.

Öncelikle bu tarz kurumlarda böyle bir kuruluş fikrini ortaya atan veya ortaya atacak kişi veya kişilere ihtiyaç vardır. Bu kişi veya kişilerin diğer insanların güvenini kazanmış ve birlikte yapılacak iş konusunda diğer insanları ikna edebilecek bir inandırıcılıkta olması gerekir. Kişilerin tek başlarına yapamayacakları büyüklükteki işleri diğer insanların emek ve tasarruflarını bir araya getirmek suretiyle yapılabilir hale getirmesi oldukça önemli bir olay olmakla birlikte, bu tarz ortaklıkların gerek hissedarlardan kaynaklanan problemler gerekse yöneticilerden kaynaklanan problemler sonucunda amaçlarını gerçekleştirilemediği veya ortaklığın tasfiyesi ya da hakim ortak kontrolüne geçtiği görülmektedir.

Çok ortaklı yapılarda ortaklardan kaynaklanan hususlar denildiğinde bir çok husus sayılabilecek olmakla birlikte sorun ilk aşamada, güç boşluğundan kaynaklanmaktadır. Genel kurullardaki güç boşluğu, pay sahiplerinin toplantılara gelmemeleri nedeni ile kullanılmayan, fakat kararlara ve ortaklığın yazgısına etkili olabilecek miktardaki oylardan doğan yitik gücün bıraktığı boşluktur. Genel kurul, yönetim kurulu ve denetim kurulundan oluşan organları ile işlerini yürüten anonim ortaklıklarda; bu sistemin başarı şansı, hemen tüm ortakların genel kurula katılarak bilinçli olarak karar almalarına bağlıdır. Oysa halka açık şirketlerde, genel kurula katılma oranının çok düşük olması, şirkete ortak olanların şirketin işleyişi ve idaresi ile fazla ilgilenmemeleri genel kurulun işlevini tam yapamaması sonucunu doğurmuştur. Bu durumda “karar-yönetim-denetim” organlarının demokratik bir ortam

içinde çalışmaları aksamakta, genel kurul; yönetimde bulunanların kararlarını onaylayan bir organ haline gelmekte, denetçiler de yönetim etkisindeki çoğunluk tarafından seçildiğinden, yürütmeye tabi, şekli denetim yapan ve genel kurulda yönetim kurulunun ibrasını istemekle yetinen bir organ şeklini almaktadır. Genel kurula katılmayan pay sahipleri yıllık hesapların denetimi, onaylanması veya reddi, yönetici ve denetçilerin seçilmeleri ve görevden uzaklaştırılmaları; ibra edilmeleri veya sorumluluklarına gidilmesi, bilgi alma, iptal davası açabilmenin şartlarını yerine getirme gibi sadece genel kurul içinde kullanılabilen yönetme ve yönetime katılma haklarından vazgeçmekle sistemi işlemeziğe sokarlar. Oysa, şeması 19 ve 20. yy. hukukçuları tarafından çizilen anonim ortaklığın, yapısına ve organları arasındaki güç ve görev dağılımına ilişkin sistem yöneticilerin, yönetim ilke ve politikalarının pay sahiplerince belirlenmesi, çalışma sonuçlarının gene onlarca incelenip denetlenmesi düşüncesine dayanır. Genel kurullara dahi katılmayan pay sahiplerinin çoğunlukta olduğu çok ortaklı şirketlerde sistem bu noktada bozulmuştur.

Pay sahiplerinin genellikle senede bir kez düzenlenen genel kurul toplantılarına dahi ilgisizliğini açıklayan ve onları genel kurul toplantılarına katılma haklarını kullanmadan caydıran sebepler oldukça çeşitlidir. Maddi imkansızlıklar, sayıları binlerce kişiye ulaşan ortakların bir arada toplantı yapmasının fiziki zorlukları, pay sahiplerinin farklı yerlerde bulunmaları, zaman yokluğu, yıllık toplantıların aynı zamana denk gelmesi, davete ilişkin ilanların yetersizliği, ortaklık işlerinin fazla teknik bilgi gerektirmesi, bilanço ile kar ve zarar hesabının uzmanlar dışındaki kişilere karışık ve anlaşılmaz gelmesi, önemli oranda halka açık anonim ortaklıklarda az sayıda hisseye sahip ortakların genel kurullara katılsalar dahi herhangi bir etkileri olmayacağını, kararlaştırılan hususlarda sonucu değiştiremeyeceklerini düşünmeleri, hisse fiyatında oluşan fiyat farkı ile satışı düşünen geçici pay sahipliği gibi faktörler hissedarların genel kurul ve şirket işleri ile ilgilenmelerinin önüne geçmekte, hissedarların olmadığı ortamda şirket işleri yönetim kuruluna kalmaktadır. Bu şekildeki bir hareket yönetim kuruluna, şirketin yönetimine ilişkin bütün yetkiyi vermiş demektir. Bu durum ise yönetim kurulu için büyük avantajlar sağlar. Pay sahiplerindeki bu psikolojik değişme, neticede yönetim kurulu üyelerinde mukabil bir değişikliğin meydana gelmesine de sebep olmuştur. Yönetim kurulu bundan böyle kendini şirketin gerçek sahibi olarak

telakki etmeye başlayacaktır. Çok ortaklı şirketlerde bu noktada yönetim; kurucu hissedarlar veya yönetim kurulunun elinde şekillenmektedir.

Sonuç olarak, çok ortaklı şirketlerdeki yapı; mülkiyet çok sayıdaki ortağın elinde iken yönetimin ya kurucu ortak ya da ortaklar ya da profesyonel yöneticilerde olduğu firma görüntüsünü ortaya çıkarmıştır. Amerika ve Avrupa'daki modern firma görüntüsü de aynı olmakla birlikte çok ortaklı şirketlerden oldukça önemli bir noktada ayırım mevcuttur. Bu da, hakim ortak veya ortakların varlığıdır. Bir başka deyişle, Avrupa ve Amerikan şirketlerinde de, çok sayıda küçük sermaye sahibi hissedar olmakla birlikte şirketlerin hakim hissedar veya hakim hissedarları vardır ve şirket işlemlerinde bu ortağın etkisi hissedilir. Çok ortaklı şirketlerde ise hakim ortak yoktur ve ortakların hisselerinde bir farklılaşma sözkonusu değildir. Dolayısıyla, ortaklık işlemlerinde yönetim kurulunun yetkileri neredeyse sınırsızdır. Her iki durum da yani gerek hakim ortağın olması ve mülkiyetin hissedarlarda, yönetimin profesyonellerde kalması ve hakim ortağın olmadığı ve mülkiyetin yine hissedarlarda, yönetimin profesyonellerde kaldığı yapılar oldukça önemli bir sorunu da beraberinde getirmiştir. 1976'da Jensen ve Meckling'in şirket sahipleri ile yöneticileri arasında düzenlenen sözleşmelerin davranışsal yönüne odaklandıkları makaleleri ile literatürde yer almaya başlayan ancak Adam Smith'in 1776'da dile getirdiği "Yöneticilerin başkalarının paralarını harcarlarken kendi paralarını harcarken gösterdikleri aynı özeni göstermeleri beklenemez... Yöneticilerin ihmalkarlıkları ve israfları şirket yönetiminde kaçınılmazdır." şeklinde belirtilebilecek olan vekalet sorunu 70'li yılların ikinci yarısından sonra tartışmaların temel ilgi noktası olmaya başlamıştır.

Modern şirket yönetimlerinin oldukça önemli ve büyük problemi olan vekalet ilişkisi çok ortaklı şirketlerde de yöneticilerden kaynaklanan problemlerde en önemli faktörü oluşturmaktadır. Bu çerçevede, vekalet maliyetleri firma yöneticilerinin tercihleri ile sahiplerin tercihlerinin farklılaşması ile ortaya çıkmakta, yapılan iş dolayısıyla şahsi menfaat sağlama, işten kaytarma, şahsi çıkarları firma menfaatlerinin önünde tutma gibi davranışlar sonucunda, ortakların refahının

azalmasına neden olmaktadır. Vekalet Teorisi, yanlış seçim ve ahlaki tehlike olarak adlandırılan sorunları "kişisel çıkar odaklı davranış" gibi insan doğasına ilişkin varsayımlara dayandırmaktadır. İnsan davranışlarını yönlendiren unsur kişisel çıkarları ise karşılıklı ilişki içindeki tarafların çıkarları çatıştığında, bireyler kişisel çıkarlarına yönelik olan davranışı tercih edecektir. Dolayısıyla, Vekalet Teorisi'ne göre şirket sahibinin vekili olarak hizmet veren yöneticiler, zaman zaman şirket sahibinin refahının tehlikeye atılması pahasına kişisel çıkarları doğrultusunda davranabilecektir. Hatta, Vekalet Teorisi bakışıyla hissedarlar ve yöneticiler arasındaki çıkar çatışması bir olasılık değil, bu iki tarafın risk almaya karşı tutumlarındaki farklılık nedeniyle vekalet ilişkisinin doğal sonucudur. Bu nedenle, hissedarlar yöneticilerin şirketin gelirlerini arttırmaya yönelik olmayan faaliyetlerini önlemek amacıyla çeşitli denetleme mekanizmaları kurarak gerekli bilgiyi satın almak durumundadır. Çok ortaklı şirketlerde ise bu fonksiyonu görececek olan hissedarlar; zaten işletmenin işlemleri ile ilgilenmezler ve bu denetim faaliyetinin yerine getirilmemesinin bedelini, ortaklık amaçlarının gerçekleşmemesi ya da tasfiye ile sonuçlanan durumlara katlanmak zorunda kalarak ödemektedirler.

Bu çerçevede, çok ortaklı şirketlere ilişkin literatür hakim ortağı olan halka açık şirketler için gelişmiş olmakla birlikte, özellikle hissedarların güç boşluğu ve yöneticilerin vekalet problemleri açısından hakim ortağı olmayan çok ortaklı işletmeler için de büyük oranda benzerlikler içermektedir. Bu noktada, özellikle Avrupa ve Amerikan işletmeleri ile ilgili literatürdeki gelişmeler ve Türk reel ve bankacılık sektöründeki çok ortaklı işletmelere ilişkin uygulamalar değerlendirildiğinde açıklayıcı sonuçlara ulaşılabilecektir.

Sanayi devrimi sonrasında hızlı büyüyen aile şirketlerinin sermaye gereksinimlerini halka arz yoluyla temin edebilmeleri şirket mülkiyetlerinin daha geniş halk kesimlerine yayılmasına neden olmuş ve şirketlerin kontrolünün aileler ya da tek bir elde olmasından uzaklaşmaya başlanmıştır. Giderek daha büyük bir sermaye yatırımıyla kurulan bu şirketlerde ortaya çıkan karmaşık mülkiyet yapısı, kapitalizmin ilk dönemlerindeki örgüt anlayışından farklı bir duruma

çıkarmıştır. Bu yeni örgüt yapısında, hissedarlar mülkiyeti ellerinde bulundurdukları halde, kontrolü; vekalet ilişkisi kurdukları yöneticilere devretmişlerdir. Dolayısıyla, mülkiyet sahibi olup yeterince kontrol sahibi olmamak ya da kontrol sahibi olup mülkiyet sahibi olmamak şirket kavramının gelişmesinin mantıksal bir sonucu olarak ortaya çıkmıştır.

Berle ve Means 1932 yılında “Modern Corporation and Private Property” adını taşıyan ünlü eserlerinde, modern firma yapısını; anılan tarihlerde yoğun olarak gözlemlenen sermayenin küçük hissedarlar arasında dağıldığı fakat kontrolün yönetimde kalmaya devam ettiği sermaye sistemi olarak ifade edilen dağınık sermaye sistemi olarak belirtmişlerdir. Modern firma yapısı bu şekilde ortaya konulunca, sermaye sahipliği ve kontrolün ayrıldığı Amerikan şirketlerindeki yöneticiler ise hissedarlara karşı hesap vermek zorunda olmayan profesyonel yöneticiler olarak görülmüştür.

Oldukça uzun süre bu şekilde tanımlanan modern firmalarla ilgili olarak yapılan çalışmalarda da hissedarların şirket sahipliğinin ötesinde fazlaca bir etkilerinin olmadığı, yönetimin profesyonellerin ellerinde olması hususu detaylı bir şekilde irdelenmiştir. Mülkiyet kontrol ayrımına yönelik olarak literatürde yapılan çalışmalar sadece ortaklar ve yöneticiler arasında değil kontrol edici hissedarlar ile diğer hissedarlar arasındaki ilişkiler boyutunda da ele alınmıştır. Bu konulardaki ilk çalışmalarda şirketlerin mülkiyetine tabana yayılmış çok sayıdaki ortak tarafından sahip olunduğu ancak ya hiç hissesi olmayan ya da çok az hisse sahibi ortaklarca yönetildiği şeklindeki temel Berle ve Means yaklaşımına dayanırken, 1990’lı yıllardan sonra yapılan araştırmalar bir çok Amerikan ve Avrupa firmasında hissedarların yönetici olarak görev yaptığını ve blok hisse sahipliğinin oldukça yüksek düzeyde olduğunu ortaya çıkarmıştır.

Literatürde bu konuda yapılan çalışmaların ülkeler için açıklayıcılığı ya da ülkelerarası karşılaştırmalarda kullanılması hususu da ayrıca değerlendirilmesi gereken bir konudur. Berle ve Means’in halka açık firma yapısında yönetim görevini üstlenen yöneticilerin firma performansı dışında ücret (vekalet akdi) karşılığında

çalışıyor olmaları ve sahiplik ile yönetimin ayrılmasının firmalarda kar maksimizasyonu ve zarar minimizasyonu ilkesinden sapmaya ve sonuçta halka açık firmaların düşük performansa sahip olacağı yönündeki görüşleri, oldukça uzun süre ile araştırmacıların ilgisini çeken bir konu olmuşsa da araştırmaların pek çoğunun değişik veri tabanlarına dayanması, kanuni düzenlemeler nedeniyle kamuya açık yeterli ve sağlıklı verilerin temin edilememesi ya da halka açık yeterli sayıda firmanın bulunmaması, gelişmiş ülke borsaları yanında bazı ülkelerde milli gelir yüksekliğine rağmen teşkilatlı borsaların bulunmaması, araştırmaların zaman boyutunda farklılıkların olması, farklı ölçeklerde firmalar ve firma verilerinin kullanılması, ülkelerin gelişmişlik düzeyindeki farklılıklar gibi sebeplerden dolayı gerek aynı ülkeye ilişkin araştırmaların gerekse ülkelerarası karşılaştırmaların yapıldığı araştırmaların farklı sonuçlara veya kesinliği sınırlı açıklamalara ulaşabildiği görülmektedir. Literatürde bu kadar çok sayıda araştırma yapılmasına rağmen sahiplik yapısı ile performans arasındaki ilişkinin tam olarak açıklanamadığı ve ülkelerin ve sektörlerin dinamikleri ile geçerli kanuni düzenlemelere göre değerlendirme yapılmasının daha doğru olacağı düşünülmektedir.

Literatürdeki gelişmeler ve dünya uygulamaları yanında Türk reel ve bankacılık sektörlerindeki çok ortaklı şirketlere ilişkin uygulamaların incelenmesi de faydalı olacaktır. Bu çerçevede, reel sektörde çok ortaklı şirketlere ilişkin tarihsel gelişim şu şekildedir.

Türkiye’de özel sektör tarafından ihraç edilen sermaye piyasası araçlarına olan güveni sarsması ve ekonomide tasarrufların yatırıma dönüşmesi dolayısıyla yeni yatırım faaliyetlerinin ortaya çıkmasını geciktirmesi nedeniyle 1960’lı yıllarda özellikle küçük tasarruf sahiplerinde olumsuz etkiler bırakan Hastaş A.Ş.’nin başarısızlığı sonrasında, yepyeni bir sanayi girişimi dikkati çekmeye başlamıştır. Bu da, yurt dışına çalışmaya gitmiş olan işçiler tarafından başlatılmış "Çok Ortaklı Şirketler" olgusudur. ÇOŞ’ler; yurt dışındaki işçilerin tasarrufları ile kurdukları işçi şirketi düşüncesi ile başlamış, halk şirketi ve halka açık A.Ş.’ler, gelişme trendindeki diğer yapı taşlarını oluşturmuşlardır.

1980 sonrasında ise, nüvesini 1960-80 dönemindeki işçi şirketlerinden aldığı söylenebilecek ve bir başka çok ortaklı şirket modeli olarak adlandırılabilir kar zarar ortaklığı modellerinin reel sektörde yerini aldığı, bunların da iktisadi anlamda verimli çalışmaları ve hukuki alt yapının gerektiği şekilde kurulamaması, sistemin istismar edilmesi ve benzeri bir çok faktörün etkisiyle oldukça olumsuz bir noktaya geldikleri görülmektedir.

Türk bankacılık sektöründeki çok ortaklı yapıların değerlendirilmesi durumunda da farklı bir tablo ile karşılaşmamaktadır. İlk olarak bankalar kanunlarındaki gelişimi değerlendirdiğimizde, bu alandaki ilk düzenlemelerde en az ortak sayısına ilişkin kanun maddeleriyle çok ortaklılığa ve sermayenin tabana yayılmasına önem verildiği izlenimi edinilmekte ise de 1990'lı yıllardan sonra bu uygulamaya son verildiği ve en az ortak sayısına yönelik düzenlemeden vazgeçilerek hakim ortaklık şeklindeki yapılanma ve kısıtlamalara yönelindiği görülmektedir. Banka pay sahiplerinin sayısının 100'den az olamayacağı 28 sayılı Bankalar Hakkında Kanun Hükmünde Kararname ile mevzuata girmiş olup bu hükmün, bankacılıkta tekelleşmeyi önlemeye ve özel bankaların mülkiyet ve yönetimlerinin belli ellerde toplanmasına engel olmaya yönelik bulunduğu şüphesizdir. Aksi halde bankaların kaynaklarının kullanılmasında bankacılık prensiplerinden uzaklaşmaları; mülkiyet ve yönetimlerini ellerinde bulunduranların amaçları doğrultusunda faaliyette bulunmaları tehlikesi vardır. Ayrıca bankaları halka açmanın amaçlandığı da ifade edilmiştir. Ancak 28 sayılı Bankalar Hakkında Kanun Hükmünde Kararname ile hukukumuzda giren bu emredici hükmün; bankaların halka açılmasını, banka pay senetlerinin tabana yayılmasını sağlayamadığı, aksine bankaların halka açık olmalarının hukuk sistemimiz içinde kabulü güç bir çelişki yarattığı savunulmuştur. Çelişkinin özellikle bankaların, Kanunun sistemi gereği mümkün olduğu kadar büyük bir özkaynağa sahip olmak zorunda buldukları için yeterli kar dağıtmamak ve sık sermaye artırımını yapmak zorunda olmaları ve banka pay sahipliğinin halka yayılması halinde bunun halk yönünden sakıncalar doğuracağı ve onları zarara uğratabileceği görüşüne dayanmaktadır.

Türk bankacılık sektöründeki çok ortaklı yapılar banka bazında incelendiğinde de reel sektördeki çok ortaklı yapılar ile ilgili sonuçların burada da geçerli olduğunu görülmektedir. 1948 yılında İhisarlar İdaresi çalışanları tarafından kurulan Tutumbank T.A.O. 1963 yılında, ordu mensupları ile yakınlarının 1949 yılında kurduğu T. Eski Muharipler Bankası A.O. (Muhabank) 1958 yılında, 1957 yılında kurulan T. Muallimler, Memurlar ve Subaylar Bankası A.Ş. Tümsubank 1958 yılında, Tümsubank'ın ve Muhabank'ın birleşimi ile 1958 yılında kurulan T. Birleşik Tasarruf ve Kredi Bankası A.Ş. 1961 yılında, 1956 yılında demiryolları mensuplarınca kurulan Raybank T.A.Ş. 1964 yılında, 1959 yılında öğretmen ve milli eğitim personeline kurulan T. Öğretmenler Bankası A.Ş. (Töbank) 1992 yılında, 1914 yılında ege bölgesinin ekonomik kurtuluş savaşı olarak değerlendirilen ve üreticinin örgütlenmesi ve kooperatifleşmeyi kurumlaştırmaya çalışarak faaliyet gösterme amacıyla kurulan Milli Aydın Bankası T.A.Ş. (Tarişbank) 2001 yılında, Türkiye'nin küçük sermaye sahipleri tarafından kurulan ilk milli bankası olan ve Banka Munzam Sandığı vasıtasıyla çalışanların Banka sermayesinin büyük kısmına sahip olduğu T. Ticaret Bankası A.Ş. 2001 yılında faaliyetlerine son vermek zorunda kalmıştır. Buraya kadar sayılan bankaların ortakları, ya çok sayıdaki küçük ortak ya da yine çok sayıdaki küçük ortağı bir araya getiren vakıf veya benzeri teşekküllerdir. En son olarak işadamları ve profesyoneller tarafından kurulan Ege Giyim Sanayicileri Bankası A.Ş.'nin sonunun da diğerlerinden farklı olmamasının ise, çok ortaklı yapılarla ilgili neredeyse bir dönüm noktası olduğu düşünülmektedir.

Çok ortaklı olarak kurulmalarına rağmen bugün hakim ortak kontrolünde olan bankalar, ikinci bir grup olarak değerlendirilebilir. Yapı ve Kredi Bankası A.Ş., T. Garanti Bankası A.Ş. ve Şekerbank T.A.Ş., çok ortaklı olarak kurulmalarına rağmen bugün eşit temsil esasına dayalı iki hakim sermayedar grubu tarafından yönetilen ortaklıklar haline gelerek varlıklarını sürdürürken Oyakbank A.Ş. de 2007 yılı içinde Hollanda kökenli ING Bank'a satılmıştır. T. İş Bankası A.Ş. ve Asya Katılım Bankası A.Ş. ise bugün bankacılık sistemimizdeki çok ortaklı yapıların faaliyet gösteren örnekleri olarak değerlendirilebilecektir.

Sonuç olarak; gerek faaliyetleri başarısızlıkla sonuçlanan çok ortaklı bankalar gerekse çok ortaklılıktan hakim ortaklığa geçerek faaliyetlerini sürdürmekte olan bankaların varlığı, bankacılık sektöründe de (istisna sayılabilecek iki banka hariç) çok ortaklılığın bir başka deyişle çoklu ortaklık şeklindeki yönetim modelinin reel sektörde olduğu gibi bankacılık sektöründe de çoğunlukla verimsizliğe ve/veya faaliyetlerin tasfiye ile sonuçlanmaya ya da hakim ortak kontrolüne geçişe neden olduğuna işaret etmektedir.

Yapılan açıklamalar ve tarihsel gelişim içerisinde, reel sektördeki gerek 1960-80 döneminde kurulan çok ortaklı şirketler gerekse 1980 sonrasında ortaya çıkan kar zarar ortaklığı modelleri ile bankacılık sektöründeki gerek faaliyetleri başarısızlıkla sonuçlanan çok ortaklı bankalar gerekse çok ortaklılıktan hakim ortak kontrolüne geçen bankalar birarada değerlendirildiğinde; Türk reel ve bankacılık sektöründe çok ortaklı şirket denemelerinin büyük oranda başarısızlıkla sonuçlandığını ve başarılı olan az sayıdaki işletmenin başarısını ise bir raslantı olarak halka gönül vermiş, inançlı, birkaç yönetici liderin istisna sayılabilecek varlığına bağlanabileceğini söylemek mümkündür. Sınai mülkiyetin tabana yayılması düşüncesinin bitişine sebep olan hususlar nelerdir dendiğinde genel olarak işletme sermayesi yetersizliği, yönetim bozukluğu, kuruluş yeri hataları, kalifiye yönetici ve işçi noksanı, kur garantisinin olmaması ve kredi temini güçlükleri gibi bir çok hususun üzerinde durmak gerekli olabilmekle beraber işçi şirketlerinde, yönetim ve organizasyon sorunlarının kuruluş aşamasında başladığı ve büyüyerek, işletme aşamasında çözümlenmesi oldukça zor bir duruma dönüştüğü ifade edilmektedir. Bahse konu gelişim, yapılan çalışmalarda detaylı olarak tartışılmış, çözüm önerileri üzerinde durulmuş ve bir takım müspet gelişmeler sağlanmışsa da, 1980’li yıllardan sonra işçi şirketlerinin sorunları daha da büyümüş ve işçi teşebbüslerinin önemli bir kısmının işi yürüten bir ekibe sahip olmamaları nedeniyle genellikle bir cemiyet faaliyetine dönüştükleri ve arzu edilen randımanı alamadıkları dile getirilmiştir. Sorunların büyümesi medya da geniş yankı bulmuş halk girişimlerinin “garibanlar şirketi” olarak nitelendirilmesi yanında kötü yönetim, kötü yöneticiler, yapılan istismarlar, cemiyet tarzı yönetim, hatalı kararlar gibi sahipsizliğin ortaya çıkardığı hususlar sorgulama konusu yapılmıştır.

Yapılan açıklamalar çerçevesinde incelenen gelişimde başarısızlığın pek çok nedeni sayılabilecekse de temelde ne 1960-80 döneminin işçi şirketleri, hemşehri şirketleri, halk şirketlerinde ne de 1980 sonrası kar zarar ortaklığı modellerinde ne de çok ortaklı bankalarda varlığı hissedilmeyen grup “hissedarlar”dır. Türkiye’de ortakların olmadığı ya da hukuken varolmalarına rağmen fiiliyatta herhangi bir şekilde varlıklarını hissettiremedikleri ve hakim ortağı da olmayan hemen hemen tüm çok ortaklı şirket modelleri ya tasfiyeye ya da hakim ortak kontrolüne geçiş ile sonuçlanmış, ya da halen ortaklığın geleceği ile ilgili belirsizlik içinde faaliyet göstermektedirler. Benzer hususlar bankacılık sektörü için de geçerli olup, çok ortaklı yönetim modeli (iki banka hariç olmak üzere) ile yönetilen bankaların önemli bir kısmında da faaliyetler ya başarısızlıkla sonuçlanmış ya da hakim ortak yönetimindeki modele geçiş yapılmıştır.

Türk reel ve bankacılık sektörü uygulamasında çok ortaklı şirketlerin büyük kısmının başarısızlığa uğradığı gerçeği ile birlikte dünyada anonim şirketlere ilişkin olarak ortaya çıkan sorunların kaynaklarını tespit etme amaçlı çalışmalar bir arada değerlendirildiğinde çözüm noktalarının temelde tek bir başlık altında toplandığı görülmektedir. “Corporate Governance - Kurumsal Yönetim İlkeleri” adı verilen ve 1990’lı yıllardan itibaren sıkça tartışılan bu kavram anonim şirketlere ilişkin literatürde yeni bir sayfa açmıştır. Dünyada anonim şirketlerle ilgili sorunların ortaya çıkardığı çözüm önerileri olarak şekillenen kurumsal yönetim, aşağıda genel hatları ile belirtilerek çok ortaklı şirketler ile kurumsal yönetim ilişkisi üzerinde durulacaktır.

Özellikle borsaya kote edilmiş hisseleri halka arz edilmiş anonim şirketlerin denetimlerinin daha özel bir yapıya sahip bağımsız denetimden geçmesi, kamusal denetimlerinin daha sıkı kurallara bağlanması ya da geleneksel denetim kurullarının varlığına rağmen bu şirketlerin bilanço ve kamuya açık verilerinin, yeterli ölçüde güvenilir ve sağlıklı olmadığı bir çok ülkede ortaya çıkan skandallar sayesinde anlaşılmalı ve geleneksel anonim şirket yönetim modeli tartışılmaya başlanmıştır. Düzenleyici otoritelerin "nasıl sistemler, kurallar ve kurumlar tasarlanmalıdır ki şirket yöneticileri şirket varlıklarını kendi çıkarlarına uygun bir şekilde kullanmak yerine

hissedarların menfaatlerine uygun bir biçimde kullanmaya teşvik edilebilirsin?" sorusuna cevap olarak "kurumsal yönetim" verilmektedir. Tartışmaların hemen tüm ülkelerde sorunun kaynağını tespit etmeye yöneldiği görülmekle birlikte hepsinin üst başlığının "Corporate Governance – Kurumsal Yönetim İlkeleri" adını taşıdığı görülmektedir.

Güç boşluğu da dahil olmak üzere özellikle halka açık anonim şirketlerde bir çok sorunun çözümü olarak olarak görülen "Kurumsal Yönetim İlkeleri" ilk olarak İngiltere'de ortaya çıkmış ve 2000 yılında OECD tarafından "Kurumsal Yönetim İlkeleri" yayımlanmıştır. SPK, ilk kez Kurumsal Yönetim İlkeleri'ni Temmuz 2003 tarihinde yayımlamış, düzeltilmiş ikinci yayımlanma tarihi ise Şubat 2005 tarihi olmuştur. Kurumsal yönetim İlkeleri'nin yayımlanmasından sonra SPK ve İMKB tarafından bir çok düzenleme yapılmış olup bu düzenlemelerin genel bir bakış açısı ile kurumsal yönetimin ülkemizde yerleşmesi yönünde oldukça önemli adımlar olduğu düşünülmektedir. 2005 yılında tamamlanarak TBMM Adalet Komisyonu'ndan geçen Türk Ticaret Kanunu Tasarısı kurumsal yönetim anlayışını tüm anonim ortaklıklar açısından kabul etmektedir. Kapalı anonim ortaklıklar açısından kurumsal yönetim ilkesinin öngörülmesi, bir reform niteliğini taşımakta, bu reform, halihazırda kurumsal bir şekilde örgütlenmemiş ve iyi yönetilmeyen anonim ortaklıklar bakımından zorunlu bir uyum sürecini beraberinde getirmektedir.

Diğer taraftan, TTK Tasarısı'ndaki hükümlerin incelenmesinden mevcut hukuk sisteminde yetersiz olarak görülen bir çok hususun yeni TTK Tasarısı ile daha etraflıca düzenlendiği sonucuna ulaşılmaktadır. Ancak özellikle belirtilmelidir ki, söz konusu hükümler; yeni TTK Tasarısı'nın maddeleri niteliğindedir ve yasalaşmadıkları sürece mevcut hükümler cari olacaktır. Genel olarak değerlendirildiğinde ise, Türk Ticaret Kanunu Tasarısı'nın oldukça radikal bir çok yeni hükümler getirdiği ve yasalaşması halinde özellikle kurumsal yönetimin tüm anonim şirketlerde yerleşmesi anlamında işletmeleri bu yöne sevkedecek pek çok düzenlemeyi bünyesinde barındırdığı, sözkonusu değişime uyum sağlama kararlılığını gösteren şirketlerin daha güçlü aktörlere dönüşerek önemli yararlar elde edebilecekleri söylenebilecektir.

OECD kurumsal yönetişimi; şirketlerin sermayelerini verimli bir şekilde kullanmayı garanti eden, şirketlerin ait oldukları toplumun çıkarlarını dikkate almalarını sağlayan, yönetim kurullarına çıkar sahiplerine karşı hesap verme sorumluluğu getiren ve bu yolla şirketin toplum yararına faaliyet göstermelerini güvence altına alan yerli ve yabancı yatırımcıların güvenini sağlayarak uzun vadeli sermayeyi çekmeyi kolaylaştıran bir rejim olarak tanımlamaktadır

Değişmekte olan dünyada rekabet gücünü koruyabilmek için, işletmeler kendi kurumsal yönetim uygulamalarını yenilemek ve değişen koşullara uyarlamak zorundadır. İşletmeler ancak bu şekilde yeni talepleri karşılayabilir ve yeni fırsatları yakalayabilirler. Aynı şekilde piyasaların etkin bir biçimde çalışmasına izin verecek şekilde yeterli esnekliği sağlamak için verimli bir düzenleyici çerçeve oluşturmak, gerek hissedarların gerekse diğer doğrudan çıkar sahiplerinin beklentilerine cevap vermek hükümetlerin sorumluluğundadır. Kurumsal yönetimde kendilerine özgü çerçeveyi oluşturmak için düzenlemenin maliyet ve faydalarını hesaba katarak bu ilkeleri nasıl uygulayacaklarına karar vermek hükümetlerin ve piyasa katılımcılarının işidir.

OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri ikinci bölümünün başlığı “Hissedarların Hakları ve Önemli Görevleri” başlığını taşımakta olup kurumsal yönetim çerçevesinin hissedarlık haklarını koruması ve bu hakların kullanılabilmesini kolaylaştırması gerektiği, hissedarların genel kurul toplantısına etkin bir şekilde katılma ve oy kullanma fırsatına sahip olmaları ve oy kullanma usulleri de dahil olmak üzere, genel kurul toplantılarına hakim olan kurallar hakkında bilgilendirilmeleri, hissedarlara, makul sınırlamalar dahilinde, yıllık dış denetim ile ilgili önermeleri de kapsamak üzere yönetim kuruluna soru önergesi verme, genel kurul toplantısı gündemine yeni başlıklar ekleme ve öneri getirme fırsatı tanınması, yönetim kurulu üyelerinin seçilmesi gibi önemli kurumsal yönetim kararlarına etkin katılım sağlanması, yönetim kurulu ve kilit yöneticilere ödenecek olan ücretler hakkındaki görüşlerini bildirme fırsatı tanınması, bizzat ve giyaben oy kullanılabilmesi, yatırımcıların haklarını ve izleyecekleri yolu anlayabilmeleri için sermaye piyasalarında şirket kontrolünü elde etmenin kural ve usulleri ve şirketler arası birleşmeler ve şirket varlıklarının önemli bölümlerinin satışı gibi olağanüstü işlemlerin açık bir biçimde ifade ve ilan edilmesi gibi oldukça detaylı düzenlemelere yer verilmektedir.

“Yönetim Kurulunun Sorumlulukları” başlığını taşıyan son bölümde ise; kurumsal yönetim çerçevesinin, şirketin stratejik rehberliğini, yönetim kurulu tarafından yönetimin etkin denetimini ve yönetim kurulunun, şirkete ve hissedarlara karşı hesap verme yükümlülüğü taşımasını sağlaması gerektiği, yönetim kurulu üyelerinin, konuyla ilgili tam bilgi sahibi olarak, iyi niyetle, gerekli dikkat ve özeni göstererek, şirketin ve hissedarların çıkarları doğrultusunda hareket etmesi, yönetim kurulunun; yüksek etik standartlar getirmesi ve paydaşların çıkarlarını dikkate alması, şirket stratejisini, başlıca eylem planlarını, risk politikalarını, yıllık bütçeleri ve iş planlarını yönlendirmesi ve gözden geçirmesi, performans hedeflerini saptaması, uygulamaları ve kurumsal performansı takip etmesi ve büyük sermaye harcamalarını, devralmaları ve mal varlığı satışlarını yönetmesi, şirket varlıklarının suistimal edilmesi ve ilgili tarafların işlemlerinde kötüye kullanma dahil olmak üzere, yönetim, yönetim kurulu üyeleri ve hissedarların olası çıkar çatışmalarını gözlemesi ve idare etmesi, yönetim kurullarının, çıkar çatışması olasılığının ortaya çıkabileceği durumlarda bağımsız muhakeme yürütmeye yetecek sayıda icrada görevli olmayan üye atamış olmayı göz önünde bulundurması, mali ve mali olmayan raporların güvenilirliğinin sağlanması, ilgili taraf işlemlerinin gözden geçirilmesi, yönetim kurulu üyelerinin ve kilit yöneticilerin atanması gibi konularda yapılan açıklamalarla kurumsal yönetim çerçevesinde yönetim kurulunun ve üyelerinin sorumluluk ve görevlerine yer verilmiştir.

Kurumsal yönetimin ana temelleri; doğruluk, hesap verebilirlik, şeffaflık, sorumluluk ve bağımsızlık olarak sıralanmakta ise de bu ilkelerin hayata geçmesi için dürüstlüğü şart olduğu açıktır. Kurumsal yönetime vekalet sorunlarından azınlık haklarına, şeffaflıktan menfaat sahiplerine kadar oldukça geniş bir alandaki tüm sorunların çözüm noktası şeklinde yaklaşılmakta ise de bu konudaki başarının; öncelikle ilkelerin uygulayıcılar tarafından benimsenmesine ve içtenlikle uygulanmalarına bağlı olduğu düşünülmektedir. Yukarıdaki paragraflarda verilen ve ortakların sorumlulukları olarak sıralanan hususlar çok ortaklı şirketler için ortaklığın kuruluşundan itibaren varolmasını etkileyecek kadar önemli iken yönetim kurulu üyelerinin ve bir bütün olarak yönetim kurulunun sorumlulukları ise uygulamada ortaklığın geleceğini etkileyecek öneme sahiptir

Sonuç olarak, hakim ortağı olmayan çok ortaklı işletmelerin (reel ve bankacılık sektöründeki az sayıdaki örnekleri hariç olmak üzere) Türkiye’de uzun ömürlü olamadığı, başarılı olan az sayıdaki firmanın ise ortaklığa gönül vermiş insanların gayretleri ile bir noktaya gelebildiği, bu tespitin Berle ve Means’ın halka açık firmaların ekonomik açıdan verimsizliğe neden olacağı tespiti ile bir arada değerlendirildiğinde ise tüm halka açık ortaklıklar için değil ancak hakim ortağı olmayan ortaklıkların ekonomik açıdan verimsizliğe sebep olabileceği şeklinde düşünülebileceği, bu sonucun sahihsizliğin hakim ortağı olmayan işletmeler açısından bir risk oluşturduğu anlamına gelebilmesi yanında işletmelerin devamlılığında hakim ortakların önemine işaret ettiği düşünülmektedir.

KAYNAKÇA

Kitaplar

Akgüç, Öztin. **Cumhuriyet Döneminde Bankacılık Alanındaki Gelişmeler.** T. Bankalar Birliği Yayınları Yayın No:71, Ankara: 1975.

Atalay, Mustafa. **Bankacılığımız.** Akın Matbaacılık, Ankara: 1953.

Arseven, Haydar. **Halka Açık Anonim Ortaklıklar ve Halk Sektörü Açık Oturumu Bildirileri,** Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Yayın No:116. Ankara: 1974.

Aysan, Mustafa. **Kurumsal Yönetim (Corporate Governance) ve Risk.** 1. Baskı, Elit Ofset, İstanbul: 2007.

Başbuğ, Faik Y. **Yasal ve Ekonomik Açından Türk Banka İşletmeciliği Sorunlar Öneriler.** İstanbul: 1979.

Başbuğoğlu, Tarık. **Uygulamalı Türk Ticaret Kanunu Açıklamalar İhtihatlar,** Yetkin Yayınları,1. Baskı, Ankara: 1988.

Berle, Adolf A. ve Gardiner C. Means, **The Modern Corporation and Private Property,** Revised Edition, Seventh Printing, New Bruswick and London: 2005.

Berk, Niyazi. **Finansal Yönetim,** 2. Baskı Türkmen Kitabevi, İstanbul: 2005.

Braeley, Richard A., Stewart C. Myers ve Alan J. Marcus. **İşletme Finansının Temelleri.** Literatür Yayıncılık, İstanbul: 1997.

Ceylan, Serdar. “ **İşçi Şirketlerinde Finansman Sorunları**”, Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Ankara:1984.

Committee on Corporate Governance-Final Report. Gee Publishing Ltd. Ocak 1998.

Çevik, Orhan Nuri. **Anonim Şirketler,** 3.Baskı, Seçkin Kitabevi, Ankara: 1988.

Dağlı, Hüseyin. **Finansal Yönetim.** 3. Baskı, Derya Kitabevi, Trabzon: 2004.

Demirbaş, Mahmut ve Süleyman Uyar, **Kurumsal Yönetim İlkeleri ve Denetim Komitesi.** Güncel Yayınevi, 1. Baskı, İstanbul: 2006.

Demirci, Nedret. **Finansal Krizlerin Anatomisi Modern Kriz Teorileri Işığında Gelişmekte Olan Ülkeler ve Türkiye.** Sermaye Piyasası Kurulu Yayınları, Yayın No:186, Ankara: 2005.

Desiyab Devlet Sanayi İşçi Yatırım Bankası **Çok Ortaklı Şirketler Envanter Çalışması**. Ankara: 1983.

Desiyab Devlet Sanayi İşçi Yatırım Bankası. **Çok Ortaklı Şirketler Envanter Çalışması**. Ankara:1986.

Desiyab Devlet Sanayi İşçi Yatırım Bankası. **İşçi Şirketleri Çok Ortaklı Şirketler Halka Açık Şirketler Envanter Çalışması Raporu**. Ankara: 1988.

Desiyab Devlet Sanayi İşçi Yatırım Bankası. **Çok Ortaklı Şirketlerde Yöneticilerin Nitelikleri ve Eğitim İhtiyaçları**. Yayın No:334, Ankara: 1983.

Devlet Planlama Teşkilatı, **Çok Ortaklı Şirketler**, Yayın No: 1463, Ankara: 1975.

Devlet Planlama Teşkilatı. **1975 Yılı Programı**. Yayın No: 1397, Ankara: 1975.

Dışişleri Bakanlığı. **Yurt Dışı Göç Hareketleri ve Vatandaş Sorunları**. Ankara: 1974.

Doğanay, İsmail. **Türk Ticaret Kanunu Şerhi**. C.1, B.3, 4. Baskı, Beta, Ankara: 1990.

Dolu, Şükrü. **Türk Modeli**. İstanbul: 1998.

Ercan, Metin Kamil ve Ünsal Ban. **Değere Dayalı İşletme Finansı Finansal Yönetim**. 1. Baskı, Gazi Kitabevi, Ankara: 2005.

Erem. Faruk, Akın Altınok, Haluk Tandoğan. **Bankalar Kanunu Şerhi**. Banka ve Ticaret Hukuku Enstitüsü, Yayın No:229, Ankara: 1989.

Erkan Hüsnü, Sabri Yetkin, Özlem Yıldırım, Oktay Gökdemir, N. Oğuzhan Altay. **Milli Aydın Bankası T.A.Ş. Tarışbank Tarihi**. Türkiye Toplumsal ve Ekonomik Tarih Vakfı, İzmir: 1993.

Fertekliğil, Azmi. **Türkiye’de Borsa’nın Tarihçesi**. İstanbul Menkul Kıymetler Borsası. İstanbul: 2000.

Gujerati, Damodar N. **Temel Ekonometri**, Çev:Ümit Şenesen, Gülay Günlük Şenesen, Ekonomik Baskı, Literatür Yayıncılık, İstanbul: 2001.

Gürbüz, A. Osman ve Yakup Ergincan, **Kurumsal Yönetim, Türkiye’deki Durumu ve Geliştirilmesine Yönelik Öneriler**. 1. Baskı, Literatür Yayıncılık, İstanbul: 2004.

Hatch, Mary J. with Ann L. Cunliffe. **Organization Theory: Modern, Symbolic, and Postmodern Perspectives**. Oxford University Press Inc., New York: 2006.

İhtiyar, Mustafa. **Sermaye Piyasası Hukukunda Kamuyu Aydınlatma İlkeleri**. 1. Baskı, Beta, İstanbul: 2006.

İkinci Türkiye İktisat Kongresi. **Dış Ekonomik İlişkiler Komisyonu Tebliğleri**, İzmir: 1981.

İşletmeler Bakanlığı, **Halk Girişimleri Anket Sonuçları**. Yayın No:3.Ankara, 1979.

Kalaycı, Şeref (Ed.), **SPSS Uygulamalı Çok Değişkenli İstatistik Teknikleri**, 3. Baskı, Asil Yayın Dağıtım, Ankara:2008.

Kargılı, Celal ve Armağan Akar. **Türkiye’de Bankacılık ve Bankalarımız**. 1971.

Karacan, Ali İhsan. **Mali Piyasalar Üzerine Denemeler**. 1. Baskı, Creative Yayıncılık, İstanbul:2002.

Karlı, Muharrem. **Sermaye Piyasası Borsa Menkul Kıymetler**. 5. Baskı, Alfa Basım Yayım, İstanbul: 2004.

Kaya, Arslan. **Anonim Ortaklıkta Pay Sahibinin Bilgi Alma Hakkı**. Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Ankara: 2001.

Kula, Veysel. **Kurumsal Yönetim, Hissedarların Korunması Uygulamaları ve Türkiye Örneği**. 1. Baskı, Papatya Yayıncılık, İstanbul: 2006.

Mirze S. Kadri ve Hayri Ülgen. **İşletmelerde Stratejik Yönetim**. 4. Baskı, Arıkan Basım, İstanbul: 2007.

OECD, **Principles of Corporate Governance**, Paris:1999.

OECD **Kurumsal Yönetim İlkeleri 2004**, Kurumsal Yönetim Derneği Yayınları, Yayın No:2005-01-01. İstanbul: 2005.

Öcal, Tezer. **Türk Banka Sistemi**. Ankara İktisadi ve Ticari İlimler Akademisi Yayınları, Yayın No:59, Ankara: 1973.

Özcam, Mustafa., Tuba Altun, Özlem Arıkan, TAliye Yeşilürdü, Kübra Şehirli, Yusuf Z. Sönmez, Gülfer G. Ertekin, E. Ebru Akbulut. **OECD İşletme Yönetimi Taslağı’nda Yer Alan İlkelerin Türk Mevzuatı Açısından Değerlendirilmesi**, SPK Hizmete Özel Komisyon Raporu, Ankara: 1999.

Paslı, Ali. **Anonim Ortaklık Kurumsal Yönetimi**. 2. Baskı, Çağa Hukuk Vakfı Yayınları, İstanbul: 2005.

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

Reisoğlu, Seza., **Bankalar Kanunu Şerhi**. 2. Baskı, DođuŐ Matbaacılık, Ankara: 1997.

Reisoğlu, Seza. **Bankalar Kanunu Şerhi**. 1. Baskı, DođuŐ Matbaacılık, Ankara: 2000.

Ross, Stephen A., Randolph W. Westerfield, Bradford D. Jordan, **Fundamentals of Corporate**. Irwin McGraw-Hill: 1998.

Sermaye Piyasası Kurulu, **Kurumsal Yönetim Çerçevesinde Pay Sahiplerinin Halka Açık Anonim Ortaklıkların Genel Kuruluna Katılımı**. SPK Yeterlilik Etüdüleri 16. Döner, Yayın No:148, Cilt 2 , Ankara: 2004.

Smith, Adam. **An Inquiry into the Nature and Cause of Wealth of Nations**. London: War Lock: 1838.

Şehirli, Kübra. **Kurumsal Yönetim**. Sermaye Piyasası Kurulu Araştırma Raporu, Ankara: 1999.

Şen, Faruk ve Sedef Koray. **Türkiye'den Avrupa Topluluğu'na Göç Hareketleri**. 1. Baskı, Önel Yayınevi, Ankara:1993.

Tekinalp, Ünal. **Halka Açık Anonim Ortaklıklarda Yönetime Katılma Sorunları**. İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi Yayını, No:2556, İstanbul:1979.

Tekinalp, Ünal. **Banka Hukukunun Esasları**. 1. Baskı, Beta Basım Yayım, İstanbul: 1988.

Tekinalp, Ünal. **Anonim Ortaklığın Bilançosu ve Yedek Akçeleri**. İstanbul Üniversitesi Hukuk Fakültesi Yayınları, No:589, İstanbul: 1979.

The Financial Aspects of Corporate Governance, Burgess Science Press, Aralık 1992.

Tikveş, Özkan. **Bankalar Kanunu ve Sermaye Piyasası Kanunu Şerhi**. 2. Baskı, Alfa Basım Dağıtım, İstanbul: 1992.

Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği ve Deloitte Ortak Yayını. **Kurumsal Yönetimin Anonim Ortaklıklarda Yansımaları**. İstanbul: 2007.

Uludağ, Ramazan. **Türkiye'de Kurumlaşmanın Teşviki ve Gelişmesi**. Maliye ve Gümrük Bakanlığı, Yayın No:292, Ankara: 1987.

Yanlı, Veliye. **Sermaye Piyasası Hukuku Çerçevesinde Halka açık Anonim Şirketler ve Kamunun Aydınlatılması**. 1. Baskı, Beta Basım Yayın, İstanbul: 2005.

Yavaş, Abdullah. **İŞçi ve Halk Şirketlerinin Türk Sermaye Piyasasındaki Yerleri**. SPK Araştırma Raporu, Ankara:1989.

Yiğit, İlhan. **Anonim Ortaklık Genel Kurulunun İşleyişi ve Ortaya Çıkan Sorunlar.** İstanbul: 2005.

Yüksel, Ali Sait. **Bankacılık Hukuku ve İşletmesi.** M. Ü. Matbaası, İkinci Baskı, İstanbul: 1974.

Sürekli Yayınlar

Agrawal, Rajesh K. ve Andrew A. Samwick. “Why Do Managers Diversify Their Firms? Agency Reconsidered”, **The Journal of Finance**, Vol.LVIII, No.1, Feb.2003, ss. 71-118

Agrawal, Anup A. ve Charles R. Knoeber. “Managerial Compensation and The Threat of Takeover”, **Rodney L. White Center Working Paper**, No:6-97

Ang, James S., Rebel A. Cole ve James Wuh Lin. “Agency Cost and Ownership Structure”, **The Journal of Finance**, Vol.LV, No.1, February 2000, ss. 81-106

Baums, Theodor ve Kenneth Scott, “Taking Shareholder Protection Seriously? Corporate Governance in United States and Germany” **Institute for Law and Finance Working Paper Series**, No:16, ss. 1-52

Baysinger, Barry ve Robert E. Hoskisson, “The Composition of Board of Directors and Strategic Control: Effects on Corporate Strategy”, **Academy of Management Review**, Vol.V, No:1, 1990, ss. 72-87

Cho, Myeong-Hyeon. “Ownership Structure, Investment and Corporate Value:An Empirical Analysis”, **Journal of Financial Economics**, XLVII, 1998, ss.103-121

Clifford, G. Holderness, Randall S. Kroszner ve Dennis P. Sheehan. “Were the Good Old Days That Good? Changes in Managerial Stock Ownership Since the Great Depression”, **The Journal of Finance**, Volume 54, Issue 2, April 1999, ss. 435-469

Core John E., Robert W. Holthausen, David F. Larcker. “Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation and Firm Performance”, **Journal of Financial Economics**, 51, 1999, ss.371-406

Demsetz, Harold. ve Belen Villalonga. “Ownership Structure and Corporate Performance”, **Journal of Corporate Finance**, VII, 2001, ss. 209-233

Demsetz, Harold. “The Structure of Ownership and the Theory of the Firm”, **Journal of Law & Economics**, Vol.XXVI (June 1983), ss. 375-390

Demsetz, Harold ve Kenneth Lehn. “The Structure of Corporate Ownership Causes and Consequences”, **Journal of Political Economy**, 1985 Vol.93, No.6, s. 1155-1177

Eisenhardt, Kathleen. “Agency Theory : An Assesment and Review”, **Academy of Management Rewiev**, Vol.XIV, No:1,1989, ss. 57-74

Fama, Eugene F. “Agency Problems and Theory of the Firm”, **Journal of Political Economy**, Vol.88, No.2, 1980, ss. 288-307

Fama, Eugene F. ve Michael C. Jensen. "Separation of Ownership and Control", **Journal of Law and Economics**, Vol.XXVI, June 1983, ss. 301-325

Gugler, Klaus., Susanne Kalls, Alex Stomper ve Josef Zechner. "The Separation of Ownership and Control : An Austrian Perspective", **European Corporate Governance Network**, 1997, ss. 2,3

Harvey, Keith D. ve Ronald E. Shrieves. "Executive Compensation Structure and Corporate Governance Choices", **Journal of Financial Research**, Vol.XXIV, No:4, 2001, ss. 495-512

Hermalin, Benjamin E. ve Michael S. Weisbach. "The Effect of Board Composition on Corporate Performance", **Working Paper, Massachusetts Institute of Technology, Cambridge, MA**. 1987, ss. 18

Himmelberg, Charles P., R. Glenn Hubbard ve Darius Palia. "Understanding the Determinants of Managerial Ownership and the Link Between Ownership and Performance", **Journal of Financial Economics**, LIII, 1999, ss. 353-384

Jensen, Michael C. ve Kevin J. Murphy. "Performance Pay and Top-Management Incentives", **The Journal of Political Economy**, Vol.98, No.2, (Apr.1990) ss. 225-264

Jensen, Michael C. ve William H. Meckling. "Theory of The Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure", **Journal of Financial Economics**, October 1976, V.3, No:4, ss. 305-360

Lazonick, William ve Mary O'Sullivan. "Maximizing Shareholder Value: a New Ideology for Corporate Governance", **Economy and Society**, Vol.XXIX, No:1, 2000, ss. 13-35

La Porta, Rafael., Florencio Lopez-de Silanes, Andrei Shleifer, "Corporate Ownership Around The World", **Journal of Finance**, LIV, October 1998, ss. 471-517

La Porta, Rafael., Florencio Lopez-de Silanes, Andrei Shleifer, Robert W. Vishny, "Legal Determinants of External Finance", **Journal of Finance**, 1997, Vol.52, No.3, ss. 1131-1150

Loderer, Claudio ve Kenneth Martin. "Executive Stock Ownership and Performance: Tracking Faint Traces", **Journal of Financial Economics**, XLV, 1997, ss. 223-255

Mayer, Colin. "Corporate Governance, Competition and Performance", **Journal of Law and Society**, Vol.24, No.1, 1997, ss. 152-176

Morck, Randall., Masao Nakamura ve Anil Shivdasani. "Banks, Ownership Structure, and Firm Value in Japan", **Journal of Business**, 2000, Vol.73, No.4, ss. 539-567

Morck, Randall, Andrei Shleifer ve Robert Vishny. "Management Ownership and Market Valuation", **Journal of Financial Economics**, XX, 1988, ss. 293-315

McConnel, John ve Henri Servaes. "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value", **Journal of Financial Economics**, XXVII, 1990, ss. 595-612

Önder, Zeynep. "Ownership Concentration and Firm Performance: Evidence From Turkish Firms" **Metu Studies in Development**, 30.11.2003, ss.181-203

Pedersen, Torben ve Steen Thomsen. "European Patterns of Corporate Ownership: A Twelve-Country Study", **Journal of International Business Studies**, Vol.28, No.4, ss. 759-776

Pedersen, Torben ve Steen Thomsen. "Ownership Structure and Economic Performance in the Largest European Companies", **Strategic Management Journal**, 2000, ss.689-705

Shleifer, Andrei ve Robert W. Vishny, "A Survey of Corporate Governance", **The Journal of Finance**, Vol.LII, No.2, June 1997, ss. 737-783

Yurtoğlu, Burçin. "Ownership Structure of Turkish Listed Firms", **The ISE Finance Award Series**, Volume 1, 2000, ss. 41-64

Wagner III, John A., J.L. Stimpert ve Edward I. Fubara. "Board Composition and Organizational Performance: Two Studies of Insider/Outsider Effects", **Journal of Management Studies**, Vol..XXXV, No:5, 1998, ss. 655-677

Wiseman, Robert M. ve Luis R. Gomez-Mejia. "A Behavioral Agency Model of Risk Taking", **Academy of Management Review**, Vol.XXIH, No:1, 1998, ss.133-158

Diğer Yayınlar

Aşçıgil, Semra. Avrupa Birliği'nde Kurumsal Şirket Yönetimi, **TCMB Kurumsal Şirket Yönetimi Konferansı**, Ankara, 14-18.05.2003, ss.-115-125

Asya Katılım Bankası A.Ş. Tarihçe, <http://www.asyafinans.com.tr> (07.04.2007).

Ayzeren, Servet. “Sermaye Piyasası Kanunu ve Halk, İşçi Şirketleri”, **Desiyab 3. Sempozyumu**, Ankara, 27-28.05.1982, ss.111-118

Başbakanlık Yüksek Denetleme Kurulu, **Tasfiye Halinde Tutum Bankası T.A.Ş. 1967 Yılı Raporu**. TBMM Kütüphanesi, Ankara, 1967.

Başbakanlık Yüksek Denetleme Kurulu, **Tasfiyesi Tamamlanan Tutum Bankası T.A.Ş. 1986 Yılı Raporu**. TBMM Kütüphanesi, Ankara, 1986.

Becht, Marco ve Colin Mayer. “Corporate Control In Europe”, **Kiel Week Conference: The World’s New Financial Landscape : Challenges for Economic Policy**, 19-20.06.2000, ss. 1-66.

Bulutoğlu, Kenan. “İşçi Şirketleri, Umutlar, Sorunlar, Beklentiler”, **Dünya Gazetesi**, 21.11.1982.

Can, Mustafa. **Anonim Şirketlerin Genel Kurul Toplantılarında Oluşan Güç Boşluğu ve Giderilmesi Yollarından Vekaleten Oy Kullanma (Proxy) Sistemi**. www.ekitapyayin.com, (04.03.2007).

Çetin, Artuğ. “Avrupa’da Yaşayan Türklerin Kendilerinden Mevduat Toplayan İslami Holdinglere Yatırım Yapmalarının Arkasında Yatan Temel Kriterler ve Holdinglerin Türk’lerin Tasarruflarındaki Pazar Payları” www.sosbil.gazi.edu.tr/edergi (23.08.2005).

Directors’ Remuneration. [www.ecgi.org/codes/code,\(04.04.2008\)s.38](http://www.ecgi.org/codes/code,(04.04.2008)s.38)

Dünya Gazetesi, “Çok Ortaklı Şirketler”, 22.11.1978.

Garanti Bankası A.Ş., Garanti’yi Tanıyın, <http://www.garanti.com.tr> (19.04.2007).

Gregory, Holly J., “The Globalisation of Corporate Governance”, **Kurumsal Yönetim: Türkiye’de İş Hayatının Değişen Çehresi Konferansı**, TÜSİAD, 08.03.2002.

Gürsoy, Güner ve Kürşat Aydoğan. "Equity Ownership Structure, Risk-Taking and Performance: An Empirical Investigation in Turkish Companies", Global Finance Conference-1998, İstanbul. ss.7-26.

Hamitoğulları, Beşir. "Türkiye'nin Sanayileşmesinde Halk ve İşçi Şirketlerinin Rolü ve Geleceği", **Desiyab 2. Sempozyumu**, Ankara,01-02.07.1981. ss.65-102

İstanbul Menkul Kıymetler Borsası, www.imkb.gov.tr/endeksler/kurumsal_yonetim (27.08.2007).

Kaytmaz, M. Fatih. "İflas Eden İşçi Şirketleri" **Ekonomik Yorumlar Dergisi**, ss.3-7.

Önder, Zeynep. Kurumsal Şirket Yönetimi Konusunda OECD İlkeleri, Diğer İlkeler ve Türkiye, **TCMB Kurumsal Şirket Yönetimi Konferansı**, Ankara, 14-18.05.2003, ss.125-151

Ölçen, Ali Nejat. **Halk Sektörü Açık Oturumu Bildirileri**, Banka ve Ticaret Hukuku Araştırma Enstitüsü, Yayın No:116. Ankara: 1974.

Öner, Yalçın. "Türkiye'nin Sanayileşmesinde Halk ve İşçi Şirketlerinin Rolü ve Geleceği", **Desiyab 2. Sempozyumu**, Ankara,01-02.07.1981. ss.172-180

Özal,Turgut. "Sermaye Piyasası Kanunu ve Halk, İşçi Şirketleri", **Desiyab 3. Sempozyumu**, Ankara, 27-28.05.1982, ss.19-21

Poroy, Reha. "Anonim Ortaklıkların Günümüzdeki Belli Başlı Sorunları ve Halka Açılma", **İktisat ve Maliye**, C.XVII, Nisan 1970.

Pierre Vigreux, **Les Droits des Actionnaires Dans les Societas Anonymes**, Paris, 1953, Çev. Akar Öcal, Anonim Şirket Ortaklarının Genel Kurul Toplantılarına İlgisizliği, İstanbul Barosu Dergisi.

Raybank Türk Anonim Şirketi Esas Mukavelesnamesi, Ankara 1956, s.3

Resmi Gazete, 17.07.1975.

Sandıkçı, Yılmaz. "Çok Ortaklı Şirket Modeli ve Konya'nın Holdingleri ve Dahası", www.akademikiktisat.net/makaleler/cos_modeli (24.09.2006).

Sarbanes Oxley Act of 2002, One Hundred Seventh Congress of the United States of America, www.findlaw.com, (07.04.2008).

Sermaye Piyasası Kurulu Kurumsal Yönetim İlkeleri, www.spk.gov.tr (15.01.2007).

Şekerbank T.A.Ş., Kuruluşundan Bugüne Şekerbank, <http://www.sekerbank.com.tr> (02.03.2007).

Tasfiye Halinde Türkiye Birleşik Tasarruf ve Kredi Bankası 1961 Yılı Bilanço ve Faaliyet Raporu

Taşlıca, A.Osman. Türkiye’de İşçi Şirketlerinin Yönetim ve Organizasyon Sorunları, **Yayınlanmamış Yüksek Lisans Tezi**, Anadolu Üniversitesi, Sosyal Bilimler Enstitüsü, Eskişehir, 1984.

Tanrıöven, Cihan, İlhan Küçükkaplan ve E. Savaş Başçı. “Kurumsal Yönetim Açısından Sahiplik ve Kontrol Yapısı ile Üst Düzey Yönetici Durumunun İMKB’de Faaliyet Gösteren Bankalarda İncelenmesi”, **İktisat, İşletme ve Finans**, Ankara, (Nisan 2006), Sayı:241.

TBMM, Meclis Araştırması Komisyonu Raporu, **Bazı Girişimcilerce Holding Adı Altında Gerçekleştirilen İzinsiz Halka Arz Yoluyla Tasarruf Sahiplerinin Mağduriyetine Yol Açılmasının Neden ve Sonuçlarıyla Bu Süreçte SPK'nın Sorumluluğunun Araştırılarak Alınması Gereken Önlemlerin Belirlenmesi Amacıyla Anayasanın 98 inci, İhtüzüğün 104 ve 105 inci Maddeleri Uyarınca Bir Meclis Araştırması Açılmasına İlişkin Önergeleri ve (10/16, 262) Esas Numaralı Meclis Araştırması Komisyonu Raporu**, Ankara, 2006.

TBMM, 06.08.1999 tarih ve 447 sayılı Soru Önergisine Devlet Bakanlığı’na Verilen Cevap, s.2

T.C. Adalet Bakanlığı. **Türk Ticaret Kanunu Tasarısı**. Ankara, 2005.

Turaboğlu, Tuncay Turan. “Firma Sahiplik Yapısı ve Performans İlişkisi:Türkiye İçin Bir Uygulama”, **İktisadi ve İdari Bilimler Dergisi**, Cilt: 18, Sayı: 1-2, 2004.

Türk, Hikmet Sami. “Halk Şirketi ve İşçi Şirketi Kavramları”, **Ankara Üniversitesi Hukuk Fakültesi Dergisi**, 1980.

Türk, Hikmet Sami. “Halk Şirketi ve İşçi Şirketi Kavramları”, **Desiyab 2. Sempozyumu**, Desiyab Yayını, No:4, Ankara,01-02.07.1981. ss.15-36

Türk Ticaret Bankası . “Kuruluşundan Bugüne Türkbank” [Broşür], 1985.

Türkiye Eski Muharipler Bankası T.A.O. Muhabank Ana Sözleşmesi, Ankara, 1957.

T. İş Bankası A.Ş. Bizi Tanıyın, <http://www.isbank.com.tr> (10.02.2006).

Wolfensohn John., **Financial Times**. 21.06.1999

www.kenthaber.com/Arsiv/Haberler/2005/Mayis/22/64110.aspx, (26.05.2008).

www.misholding.com.tr/hakkimizda.php, (23.02.2008).

www.mghholding.com/indeks.php (16.04.2008).

Yapı ve Kredi Bankası A.Ş., Yapı Kredi Hakkında <http://www.yapikredi.com.tr>
(26.04.2007).

Yıldırım, Zekeriya. "İşçi Tasarruflarının Değerlendirilmesi Yabancı Sermaye ve Desiyab", **Desiyab 5. Sempozyumu**, Trabzon, 1984, ss.14-23

Yülek, Ertan. "Türkiye Ekonomisinde Çok Ortaklı Şirketler Olayının Değerlendirilmesi ve Geleceğe Dönük Öneriler", **Desiyab 6. Sempozyumu**, Ankara, 1985, ss.23-29