

**SERMAYE PİYASASI ÇALIŞMA GRUBU  
FAALİYET RAPORU**

**2018**

<b>GİRİŞ</b> .....	<b>2</b>
<b>1. 2017 Yılında Kurumsal Yönetimde Önemli Gelişmeler</b> .....	<b>3</b>
1.1. OECD Corporate Governance Factbook 2017 .....	3
1.2. 2007/36/EC Direktifi'nde Değişiklik Yapılmasına İlişkin 2017/828 Direktifi.....	5
<b>2. Yönetim Kurullarına İlişkin Gerçekleştirilen Forum</b> .....	<b>8</b>
2.1. Forumun Amaç ve Kapsamı .....	8
2.2. İcracı Üyelik Tanımı – Bağımsız Yönetim Kurulu Üyelerinin Sorumluluğu .....	9
2.3. Bağımsız Yönetim Kurulu Üyesi Belirlenmesinde Kriterler .....	11
2.4. Yönetim Kurulu Üyelerinin Mali Haklarının Belirlenmesinde Kriterler.....	12
2.5. Yönetim Kurulunun Yapılanması.....	14
2.6. Toplantıda İletilen Sorular.....	15
<b>3. BIST Kurumsal Yönetim ve BIST 100 Endekslerinin Getirileri</b> .....	<b>16</b>
3.1. BIST Kurumsal Yönetim Endeksi ve BIST 100 Endeksi Getiri Karşılaştırması.....	17
<b>4. Sonuç</b> .....	<b>18</b>

## **GİRİŞ**

Sermaye Piyasası Çalışma Grubu üyeleri 2017 yılı içinde TKYD merkez adresinde altı kez bir araya gelerek Türkiye ve dünyada kurumsal yönetim alanındaki gelişmeler ile bunların sermaye piyasalarımıza etkilerini değerlendirmiş, öncelikli görülen hususlarda düzenleyici kurumlara önerilerin getirilmesi amaçlanmıştır. Bu çerçevede 2017 yılında "Yönetim Kurulları ile İlgili Yaşanan Sorunlar: Yönetim Kurulu'nun Oluşumu, Nitelikleri ve Mali Haklar" başlıklı Forum 30 Kasım 2017 tarihinde gerçekleştirilmiştir.

Bu raporda Çalışma Grubu'nun 2017 yılına ilişkin faaliyetleri, gerçekleştirilen Forum'a ilişkin bilgi ve değerlendirmeler ile 2017 yılı Kurumsal Yönetim Endeksi performansına ilişkin bilgi yer almaktadır.

Saygılarımızla,

**Sermaye Piyasası Çalışma Grubu**

## 1. 2017 Yılında Kurumsal Yönetimde Önemli Gelişmeler

2017 yılının ilk yarısında, kurumsal yönetimi evrensel boyutta ilgiliendirecek, şekillendirecek önemde gelişmeler yaşanmıştır. Etki alanı dikkate alındığında, 04.04.2017 tarihinde yayımlanan OECD Corporate Governance Factbook 2017 ([www.oecd.org](http://www.oecd.org)) ve 20.05.2017 tarihinde Avrupa Birliği'nin Resmi Gazetesi'nde yayımlanan 2007/36/EC Direktifi'nde değişiklik yapılmasına ilişkin 2017/828 Direktifi, gelecek döneme damgasını vuracak önemleri nedeniyle ön plâna çıkmaktadır.

Öte yandan BIST Kurumsal Yönetim ve BIST 100 endekslerinin 2017 yılı itibariyle karşılaştırılması, kurumsal yönetimin ülkemizde piyasalara etkisinin değerlendirilmesi bakımından yarar sağlayacaktır.

### 1.1. OECD Corporate Governance Factbook 2017

35 OECD ülkesinin de dahil olduğu 47 ülkenin düzenlemelerinin incelendiği çalışmada, kurumsal yönetim konusunda çarpıcı sonuçlara ulaşılmıştır. Bu sonuçlar, yine aynı çalışmada yer verilen Türkiye ile ilgili tespitlerle karşılaştırıldığında, Türkiye'nin kurumsal yönetim bakımından uluslararası arenadaki yeri konusunda bir tablo ortaya çıkmaktadır. Çalışmada ulaşılan tespit ve sonuçları, başlıklar hâlinde aşağıdaki gibi sıralamak mümkündür:

- Çalışma kapsamındaki ülkeler arasında yapılan araştırmada, yoğunlaşmış pay sahipliği yapısında belirgin bir artış gözlemlenmiştir. Dünya Bankası verileri esas alınarak yapılan hesaplamada, borsa şirketlerinin yoğunlaşmış pay sahipliği yapısında olduğu ülkelerin, global piyasa kapitalizasyonundaki payı %20'den %34'e çıkmıştır. Türkiye'deki borsa şirketlerinin çoğunluğunun, aileler tarafından kontrol edilen şirketler topluluğu yapısında olduğu belirtilmiş; bir kısmında da, şirketler topluluğu içinde karşılıklı iştirak ilişkisinin bulunduğu tespiti yapılmıştır.
- Kurumsal yönetimin düzenlenmesinde, genellikle "uygula veya açıkla" ilkesine dayalı olarak ulusal ilkelerin oluşturulduğu (%84) tespiti yapılmış; zorunlu uygulama yönteminin örneği olarak da Türkiye gösterilmiştir.

- Genel kurul toplantısına çağrı süresi konusunda, en çok 15-21 gün arasında çağrı süresinin uygulandığı görülmektedir ve Türkiye de bu grupta yer almaktadır.
- Azınlığın talebi üzerine genel kurulun toplantıya çağrılma süresi konusunda, en çok 31-60 gün arasında süre uygulanmaktadır ve Türkiye de bu grupta yer almaktadır.
- Genel kurulun toplantıya çağrılması ve gündeme madde konması konusunda aranan asgari pay sahipliği oranı, genellikle %5 olarak belirlenmiştir ve Türkiye de bu grupta yer almaktadır.
- İlişkili taraf işlemlerinde, kamuyu aydınlatma, yönetim kurulu onayı, genel kurul onayı gibi süreçlerin bir kısmı veya birkaçı uygulanmaktadır. Türkiye, ortaklığın yöneticilerine borç vermesini yasaklayan on ülke arasında sayılmıştır.
- Yönetim kurulunda bazı üyelerin olumsuz oy kullanması halinde ilişkili taraf işleminin genel kurul onayına sunulması gereğini düzenleyen dört ülke arasında Türkiye'ye de yer verilmiştir.
- Kontrol değişikliği halinde zorunlu çağrı yükümlülüğünün düzenlendiği 33 ülke arasında Türkiye de bulunmaktadır.
- Zorunlu çağrı yükümlülüğü çoğunlukla % 30-33 pay sahipliği durumunda işletilirken, %50 ve üzeri pay sahipliğinin arandığı 5 ülke arasında Türkiye yerini almıştır.
- Kurumsal yatırımcıların yatırımlarının düzenlenmesi konusunda Türkiye, diğer ülkelere göre daha zayıf konumdadır. Hedef kurumsal yatırımcı tipi yatırım fonlarıyla sınırlı kaldığı gibi, kurumsal yatırımcılara ilişkin olarak, oy verme politikalarının ve kullanılan oyların açıklanması, menfaat çatışmalarının açıklanması konularında düzenlemeler bulunmamaktadır.
- Kurumsal yatırımcıların temel işlev ve sorumluluklarına ilişkin düzenleme yapmayan az sayıda ülke arasında Türkiye de bulunmaktadır.
- Tek basamaklı yönetim kurulu yapısı, Türkiye'nin de içinde bulunduğu çoğunluk tarafından benimsenmiştir. Yönetim kurulu üyelerinin azami

görev süresinin, Türkiye de olduğu gibi üç yıllı sınırlanması, genel bir tercihtir.

- Asgari bağımsız üye sayısının, toplam üyelerin %50'si olarak benimsenmesi, çoğunluk ülkelerin tercihidir. Tek basamaklı yönetim kurulu yapısının düzenlendiği ülkeler arasında, kanun dışı düzenlemeyle bağımsız üye sayısının 2-3 arasında belirlendiği tek ülke Türkiye olmuştur.
- Bağımsızlığın sona ermesine yol açan en kısa görev süresi, 5-7 yıl olarak Türkiye'nin de aralarında yer aldığı dört ülkenin düzenlemelerinde öngörülmüştür. Genellikle benimsenen süre sınırı 12-15 yıldır.
- BIST 30 şirketlerinde, yönetim kurulu üye sayısı 5-14 arasında değişmektedir. Ortalama sayı 7'dir. Yönetim kurulu başkanlığı ve CEO pozisyonu ayrışmasına rağmen, CEO, genellikle yönetim kurulu üyesi sıfatını haizdir.
- Çalışanların yönetim kurulunda temsil edilmediği ülkeler arasında Türkiye de yer almaktadır.
- Bağımsız yönetim kurulu üye seçiminde, adayların, aday gösterme komitesinin görüşüyle birlikte SPK onayına sunulması süreci, bu konudaki tek örnek olarak anılmıştır.
- Yöneticilere tanınan finansal hakların hem toplamda hem bireysel olarak yöneticiler arasındaki dağılımının kamuya açıklandığı ülkeler çoğunluğu oluşturmaktadır. Türkiye, sadece toplam hakların kamuya açıklandığı azınlık ülkeler arasındadır.

## **1.2. 2007/36/EC Direktifi'nde Değişiklik Yapılmasına İlişkin 2017/828 Direktifi**

Uzun dönemli pay sahipliğinin özendirilmesini sağlayacak düzenlemelerin yer aldığı 2007/36 Direktifi'nde yapılması tasarlanan değişiklik tamamlanmış, 2017/828 Direktifi, Birlik Resmi Gazete'sinde 20.05.2017 tarihinde yayımlanmıştır.

Direktif, pay sahipliği hakları konusunda, AB düzeyinde kurumsal yönetimin geleceğini şekillendirecek önemde düzenlemeler öngörmektedir. Bu yenilikleri, başlıklar hâlinde aşağıdaki gibi sıralamak mümkündür:

- Ortaklıkların, pay sahiplerinin kimliğini bilme hakkı ilkesel olarak kabul edilmiştir.
- Aracı kuruluşlara, pay sahiplerinin kimliğiyle ilgili bilgiyi ortaklıklara aktarmak konusunda sorumluluk yüklenmiştir.
- Pay sahiplerinin kişisel bilgileri güvence altına alınmıştır.
- Pay sahipliği haklarının kullanılmasının kolaylaştırılması konusunda aracı kuruluşlara sorumluluk yüklenmiştir. Bu bağlamda pay sahibinin haklarını kendisinin veya temsilcisinin kullanmasını sağlayacak işlemlerin yapılması; pay sahibinin yetki vermesi hâlinde bunların kullanılmasına aracılık edilmesi konularında aracı kuruluşlara görev yüklenmiş; genel kurulda elektronik oy kullanılması hâlinde, elektronik teyit beyanının, oy kullanan kişiye gönderilmesi gereği hükme bağlanmıştır.
- Aracı kuruluşların, pay sahipliği haklarının kullanılmasıyla ilgili hizmet ücretlerini kamuya açıklamaları; müşteriler arasında ayırimcılık yapmamaları ve ücretlerin hizmetlere oransal dağıtılması gereği öngörülmüştür.
- Aracı kuruluşlara, pay sahipliği haklarını kullanmalarıyla ilgili bilgileri, ortaklıktan pay sahiplerine aktarma yükümlülüğü getirilmiştir.
- Kurumsal yatırımcılar ve varlık yöneticilerinin, yatırım yaptıkları ortaklıklardaki gözetim, performans, risk izleme, sosyal ve çevresel etki, pay sahipliği haklarının kullanılması, menfaat çatışmalarının giderilmesi konularını, yatırımlarında değerlendirme politikaları konusunda uygula veya açıkla esasına göre kamuya açıklama yapmaları öngörülmüştür.
- Kurumsal yatırımcılara, pay yatırım stratejilerinin, uzun dönemdeki yükümlülükleriyle uygunluğu; bu yatırımlarının orta ve uzun dönem performansına katkısı konularında açıklama yapma yükümlülüğü getirilmiştir. Kurumsal yatırımcıların varlık yöneticileriyle yaptıkları anlaşmalarda, yatırım kararı verilmesinde yetkilendirme durumunda, varlık yöneticileriyle yaptıkları anlaşmayla ilgili kamuya bilgi vermeleri düzenlenmiştir.
- Varlık yöneticilerinin, yatırım stratejisi ve uygulamalarının, kurumsal yatırımcıların varlıklarının orta ve uzun dönem performansına etkisi

konusunda kurumsal yatırımcılara yıllık olarak bilgi vermeleri gerekli kılınmıştır.

- Ortaklıkların, yöneticilerin mali haklar politikasını oluşturması ve bu politikanın genel kurulda onaylanması düzenlenmiştir. Buna bağlı olarak yöneticilere sağlanacak mali haklar, genel kurulda onaylanan mali haklar politikasına göre belirlenecektir. Genel kurulda politika onaylanmadığı takdirde, değiştirilmiş bir politika metni izleyen genel kurula sunulacak, yöneticilere mevcut uygulama doğrultusunda mali haklar tanınmaya devam edilecektir. Genel kurulda mali haklar politikası konusunda üye ülkelere tavsiye nitelikli onaylama şeklinde düzenlemelere olanak tanınmıştır.
- Ortaklıklara, açık ve anlaşılabilir bir mali haklar raporu düzenleme yükümlülüğü getirilmiştir. Bu raporda, her yöneticinin, geçen mali yıl içerisinde aldığı veya almaya hak kazandığı, herhangi bir şekilde sağlanan menfaatler dahil mali hakların açıklanması öngörülmüş, raporda yer alacak bilgiler ayrıntılı olarak sayılmıştır.
- Önemli nitelikte işlemlerin tanımlanması zorunlu kılınmıştır. Bu tanımlamada, işleme ilişkin bilginin, pay sahibinin ekonomik kararlarına etkisinin; işlemin, ortaklık ve azınlık ortakları da dahil ilişkili olmayan pay sahipleri bakımından yaratabileceği risklerin dikkate alınması öngörülmüştür.
- İlişkili tarafla yapılan önemli nitelikte işlemin, ilişkili tarafın kimliğine, işlemin tarihine, parasal büyüklüğüne ilişkin bilgilerle, ilişkili olmayan pay sahipleri ve ortaklık bakımından işlemin dürüst ve makul olup olmadığının değerlendirilmesi için gerekli bilgilerin kamuya açıklanması düzenlenmiş; bu açıklamanın, işlemin ortaklık ve ilişkili olmayan pay sahipleri bakımından dürüst ve makul olup olmadığı konusunda hazırlanmış bir raporla yayımlanması konusu üye ülkelerin düzenlemesine bırakılmıştır.
- Önemli nitelikte işlemin, genel kurulda veya yönetim organında, ilişkili tarafın bu konumunu kullanması engellenerek; ortaklığın ve ilişkili olmayan tarafın menfaatlerinin yeterince korunması sağlanarak onaylanması gerekli kılınmıştır.



- Üye ülkelere, yönetim organında onaylanan önemli nitelikte işlemin, genel kurulda onaylanmasını düzenleyebilme olanağı tanınmıştır.
- İşlemler ortaklığın olağan işletme konusu içindeyse ve normal piyasa koşullarında yapılmışsa, söz konusu yükümlülükler uygulanmayacaktır.

## 2. Yönetim Kurullarına İlişkin Gerçekleştirilen Forum

### 2.1. Forumun Amaç ve Kapsamı

Şirket yönetimi ve özellikle şirket yönetim kurulları kurumsal yönetiminin en önemli gündem maddelerinden biri olmaya devam etmektedir. Bu çerçevede çalışma grubumuz tarafından Kurumsal Yönetim Tebliğinde yer alan yönetim kurullarına ilişkin ilkelere uyumun sağlanması aşamasında Şirketler açısından uygulamada ortaya çıkan sorunların tespiti ve bu sorunlara karşı çözüm önerilerini tartışmaya açmak amacıyla, sınırlı sayıda ve konusunda uzman katılımcıların oluşturacağı bir Forumun düzenlenmesi planlanmıştır.

Forum 30 Kasım 2017 tarihinde Sayın Ali Pandır, Sayın İlhami Koç, Sayın Ali İhsan Karacan, Sayın Çağlar Manavgat ve Sayın Cüneyt Sezgin'in konuşmacı olarak katılımıyla gerçekleştirilmiştir. Forum'da moderatörlük çalışma grubunun sorumlu yönetim kurulu üyesi Sayın Ümit Yayla tarafından yapılmıştır. Forum'a dinleyici olarak çalışma grubumuzun aktif olarak katılım sağlayan üyeleri davet edilmiştir.

Forumun belirli bir kapsamda kalması amacıyla çalışma grubumuzca tespit edilen aşağıdaki sorular Forum esnasında katılımcılara iletilerek görüşleri istenmiş, Forum izleyicisi olarak katılan davetlilerce yapılan yorum ve iletilen sorularla Forum interaktif şekilde gerçekleştirilmiştir.

Konuşmacılara çalışma grubumuzca yöneltilen sorular aşağıda yer almaktadır:

1. Kurumsal Yönetim Tebliği çerçevesinde icracı ve icracı olmayan yönetim kurulu üyesi ayrımı yapılmış olması bu üyelerin görev ve sorumlulukları açısından uygulamada ve yasal çerçevede ne gibi etkiler doğuyor? İcracı olmayan üye diğer üyelere göre farklı ücret politikasına tabi tutuluyor mu, tutuluyorsa neden?

2. Bağımsız yönetim kurulu üyelerinin hukuki ve cezai sorumlulukları yasal çerçevede diğer üyelerin sorumluluklarından az değil, uygulamada bu konudaki algı nasıl? Ücretlendirme politikasına bu yansıyor mu?
3. Bağımsız yönetim kurulu üyesinin belirlenmesinde bağımsızlık ölçütleri mi yoksa nitelik mi dikkate alınmalıdır?
4. Yönetim kurulu üyelerinin mali haklarının belirlenmesinde esas alınabilecek objektif ölçütler nelerdir? Yönetim kurulu üyesi ücretlerine SPK müdahalesinin değerlendirilmesi.
5. Yönetim kurulunun oluşumunda ideal yapılanma nasıldır? Komitelerin etkin çalışması nasıl sağlanır? Yönetim kurulu ve icra kurulu konumlandırması nasıl olmalıdır?

## **2.2. İcra Üyelik Tanımı – Bağımsız Yönetim Kurulu Üyelerinin Sorumluluğu**

Çalışma grubu toplantılarında Kurumsal Yönetim Tebliği uyarınca şirketlerin icracı olan ve olmayan üyelerini bildirim zorunluluklarının bulunduğu, yönetim kurullarının oluşumunda bunların sayısının belirlenmesinin önem taşıdığı ve bununla birlikte Türk Ticaret Kanunu ve Sermaye Piyasası Kanunu'nda icracı üye tanımının yer almadığı, diğer yandan yönetim kurullarında yer alan üyelerin hukuki ve cezai sorumlulukları açısından söz konusu ayırımın Şirketlerce yapılan tanımların ötesinde sonuçları olabileceği, bu çerçevede uygulamadaki algının belirlenmesi ve buna ilişkin muhtemel sorunların tespit edilmesi gerekliliği ortaya çıkmıştır.

Benzer şekilde bağımsız olan / olmayan üye ayırımının sonuçları, bağımsız üyelerin hukuki ve cezai sorumluluklarına uygun bir ücret politikasının gerekliliğinin sorgulanması hedeflenmiştir.

Bu bağlamda, katılımcılara icracı olan/olmayan yönetim kurulu üyesi ayırımı ve sorumlulukları açısından uygulamada ve yasal çerçevede ne gibi etkilerin doğduğu, icracı olmayan üyelerin diğer üyelere göre farklı ücret politikasına tabi tutulup tutulmadığı, bağımsız yönetim kurulu üyelerinin hukuki ve cezai sorumluluklarına ilişkin algı ve ücretlendirme politikalarına ilişkin görüşleri sorulmuştur. Tüm katılımcıların konu hakkındaki görüşlerine genel başlıklar halinde özetle yer verilmektedir:

- Şirketler hukuku alanında Türkiye'de önemli problemlerden birinin kolektif ve bireysel sorumluluk ayırımının yapılmamış olduğu, yürürlükteki ilgili kanunların yönetim kurulundaki görev farklılığını esas alarak hukuki ve cezai

sorumluluğun belirlenmesi esasına göre hazırlanmadığı, uygulamada yönetim kurulu üyelerinin Şirkete ilişkin her konudan sorumlu tutularak haklarında dava açılabilirdiği, kanunlarımızın bu konuda yeterli ayrımı yapamadığı, oysa hukuksal ve cezai sorumluluklar açısından sistemin bu ayrımı yapmasının zorunlu olduğu, Türkiyede icracı ve icracı olmayan yönetim kurulu üyesi ayrımına kurumsal yönetim tebliğinde değinildiği ancak daha net bir tanıma ihtiyaç duyulduğu,

- Uygulamada bağımsız yönetim kurulu üyelerinin yetkinliği ve bağımsızlığının gereği gibi sağlandığını söylemenin kolay olmayacağı, halka açık şirketlerde bağımsız yönetim kurulu üyeliği sisteminin fiilen bulunan, ancak işlevsel olarak gereğini tam olarak yerine getiremeyen bir yapıda olduğu, diğer yandanbağımsız yönetim kurulu üyeleri ile diğer yönetim kurulu üyelerinin sorumluluklarının temelde aynı olduğu,
- Kurumsal Yönetim Tebliği'nde kurumsal yönetim ilkelerinin özellikle önemli olanları konusunda "Uygula, uygulayamıyorsan açıkla" prensibine uyum sağlanmadığı,
- ABD'de yönetim kurulu üyelerinin ücretlerini kendilerinin belirlediği; yönetim kurulu üyelerinin ücretlerinin belirli düzenlemelere tabi kılınmasının doğru olmadığı, nihayetinde genel kurulun onayına sunulabileceği,
- İcracı bir yönetim kurulu üyesinin ücret almaması gibi bir uygulamanın doğru olmayacağı, bununla birlikte büyük gruplarda icracı yönetim kurulu üyelerinin aynı zamanda diğer grup şirketlerinin profesyonel çalışanları olduğu, bu çalışanların bir başka şirkette yönetim kurulu üyesi yapıldığı ve bu çerçevede bir ücretlendirme sisteminin olduğu,
- Yönetim kurulu üyesine yapılan yetki devrinin getirdiği sorumlulukların olduğu, bağımsız yönetim kurulu üyesine kanunla verilen özel sorumlulukların bulunduğu, bağımsız yönetim kurulu üyeliği için nitelikli üye bulunmasının çok kolay olmadığı, uygulamada çoğunlukla şirketlerin üyelerin niteliğinden ziyade kendi ihtiyaçlarını ön plana çıkararak buna uygun yönetim kurulu üyesi arayışında oldukları,
- Yeni TTK'da bağımsız yönetim kurulu kavramı tanınmıştır. Ancak bağımsızlığın tanımı yapılmadığı gibi, halka açık anonim ortaklıkların yönetim kurulu oluşumu bakımından önem taşıyan icracı-icracı olmayan

yönetim kurulu üyesi kavramına da yer verilmemiştir. AB'nin 2005/162/EC sayılı Tavsiyesi'nde icracı yönetim kurulu üyesi, ortaklığın günlük yönetimine dahil olmayan yönetim kurulu üyesi olarak tanımlandığı,

- Türk hukuku açısından konuya bakıldığında TTK 367.1 ve 370.2 çerçevesinde yönetim veya temsil yetkisinin devredildiği yönetim kurulu üyeleri icracı olarak nitelenebilir. Yönetim veya temsil yetkisi devri yapılmaması hâlinde, tüm yönetim kurulu üyeleri icracı olarak nitelenmemelidir. Zira bu takdirde görev ve yetkiler kurul hâlinde kullanılacağından, yönetim veya temsil yetkisini bireysel olarak üstlenmiş yönetim kurulu üyesi de bulunmayacaktır. İcracı yönetim kurulu üyelerinin üstlendikleri görevler daha ağır ve sorumluluğu diğerlerine göre daha fazla olduğu için, diğerlerine göre daha yüksek mali hak edinmelerinin bekleneceği,

Forum katılımcıları tarafından ifade edilmiştir.

### **2.3. Bağımsız Yönetim Kurulu Üyesi Belirlenmesinde Kriterler**

Kurumsal Yönetim Tebliği'nin 4.3.6. sayılı ilkesinde bağımsız yönetim kurulu üyesi olarak atanabilecek üyelerin taşınması gerekli olan bağımsızlık ölçütleri belirlenmiştir. Bununla birlikte bağımsız üye seçiminde söz konusu bağımsızlık ölçütlerinin yanı sıra, atanacak kişinin bu göreve ilişkin gerekli diğer nitelikleri taşıyıp taşımadığının şirket tarafından değerlendirilmesinin de önemli olduğu çalışma grubumuzda hakim fikir olarak öne çıkmıştır. Bu çerçevede bağımsız yönetim kurulu üyesinin belirlenmesinde bağımsızlık ölçütlerinin yanı sıra, üyenin taşıdığı diğer niteliklerin de dikkate alınmasının gerekli olup olmadığı sorusu katılımcılara yöneltilmiştir.

Katılımcıların çoğunluğu söz konusu bağımsızlık kriterlerinin yanı sıra, üyenin yapacağı göreve uygun nitelikleri taşımalarının gerekli olduğunun, ancak uygulamada bu hususa çok riayet edilmediğinin altını çizmişlerdir.

Bağımsızlık kriterlerinin nitelik unsurundan ziyade şirketlerce uyulan bir kontrol listesi haline gelmiş olması, eleştiri konusu yapılmıştır. Bağımsız üyenin taşımak zorunda olduğu kriterlere ilave olarak, bunların önceden şirket tarafından öneriliyor olmasının ve ana ortak tarafından seçiliyor olmasının da aslında bağımsızlık konusunda bir soru işareti yarattığı vurgulanmıştır.

#### 2.4. Yönetim Kurulu Üyelerinin Mali Haklarının Belirlenmesinde Kriterler

2017 yılı içinde Sermaye Piyasası Kurulu'nun halka açık bir ortaklıkta yönetim kurulu üye ücretlerine ilişkin vermiş olduğu bir karar, yönetim kurulu üyelerine şirketler tarafından verilecek ücretlerin belirlenmesinde hangi kriterlerin esas alınmasının en uygun yaklaşım olacağı tartışmasını doğurmuştur. Çalışma grubumuzda bir çok şirkette farklı ücretlendirme esaslarının uygulanmakta olduğu, bu alanda gösterge olabilecek bir örneğin bulunmadığı, şirketlerin üyelere vereceği ücretler nedeniyle transfer fiyatlandırması ve örtülü kazanç aktarımı gibi yasal risklerle karşı karşıya kalma olasılıklarının bulunduğu tespiti yapılarak söz konusu durumun Forum'a taşınması kararı alınmış ve bu çerçevede yönetim kurulu üyelerinin mali haklarının belirlenmesinde esas alınabilecek objektif ölçütlerin neler olabileceği ile yönetim kurulu üyesi ücretlerine Sermaye Piyasası Kurulu'nun müdahalesinin değerlendirilmesi istenmiştir.

Katılımcılar tarafından konu hakkında verilen cevap ve yorumlar aşağıdaki şekilde başlıklar halinde yer almaktadır:

- Şirketler yönetim kurulu üyelerine verdikleri ücretlerin gerçek anlamda ne karşılığı olduğunu saptamakta güçlük çekmektedirler. Bunun çoğunlukla üye/mesai karşılığı olarak görüldüğü ve ücretlendirmenin buna göre yapıldığı gözlemlenmektedir.
- Yönetim kurulu üyelerinin cezai sorumluluğu hem çeşitli hem de yüksektir; bu nedenle ücret belirlenirken bu husus göz önünde tutulmalıdır.
- Şirketlerin önemli bir bölümü açısından bağımsız yönetim kurulu üyeliği bir kazanç değil, yükümlülük olarak görülmektedir. Bağımsız yönetim kurulu üyeliğinde uygulamada bir arz talep dengesinin olduğu, bu nedenle ücretler açısından serbest piyasa mantığının geçerli olduğu görülmektedir.
- Sermaye Piyasası Kurulu bağımsızlık kriterlerini belirlemiş ancak bağımsız yönetim kurulu üyelerinin taşımaları gereken nitelikleri detaylı olarak belirlememiştir, Kurul'un böyle bir belirleme yapması halinde buna göre farklı bir denge oluşacaktır.
- Türkiye genel koşullarında yönetim kurulu üyelerine sağlanan mali haklar şirketlerin büyüklüğü esas alınarak belirlenmektedir.

- Sermaye Piyasası Kurulu'nun yönetim kurulu üyelerine sağlanan mali haklara müdahale etmemesi gerekir, ancak uygulamadaki çok kötü örnekler bu müdahaleyi neredeyse haklı kılmaktadır.
- Yönetim kurulu üyelerine sağlanan mali hakları belirli kriterlere bağlamak doğru olmaz. Bu şirket hissedarların vereceği karardır. Hakların kullanım biçimine bakmak doğru olur.
- SPK'nın görev alanı özel şirketlerin yönetim kurulu üyelerine sağlayacakları mali hakları belirlemek değildir, bu nedenle SPK'nın müdahalesi doğru olamaz. SPK sadece çok özel durumlarda ve olabildiğince az müdahalede bulunmalıdır.
- Halka açık olmayan şirketler açısından durum tartışma dışıdır, halka kapalı şirket hiçbir otoritenin müdahalesi olmadan mali haklara doğrudan kendisi karar vermelidir.
- Her durumda ilkesel olarak Sermaye Piyasası Kurulu'nun yönetim kurulu üyelerine sağlanan mali haklara müdahalesi yanlıştır, konusu suç teşkil eden bir fiil tespit edilmiş ise SPK bu olay özelinde müdahale etmelidir.
- Türkiye'nin OECD üyesi ülkeler içindeki yerine bakıldığında mali hakların belirlenmesi konusunda ölçütlerin belirlenmediği 13 ülkeden birisi olduğu görülmektedir. Mali hakların nesnel ölçütleri belirlenmedikçe, düzenleyici otoritenin, münferit olarak ortaklıklarda belirlenen mali haklara müdahalesi de olmamalıdır.  
Mali hakların "yüksekliği" kavramı görecelidir. Üstlenilen sorumlulukla orantılı olarak mali haklar tanınabilmelidir. Bu suretle tanınan mali hakların rakamsal olarak yüksekliği, üstlenilen sorumlulukla orantılı olduğu takdirde eleştiri konusu yapılmamalıdır.
- Mali hakların kamuya açıklanması açısından, kişisel bazda ücretlerin açıklanması zorunlu değil, Türkiye'de de genellikle mali hakların toplu açıklanması tercih ediliyor.
- Konuya, diğer OECD ülkeleri açısından bakıldığında, 26 ülke, uzun dönemi özendirici mekanizmaların kullanılmasını benimsemiştir. 16 ülkede ayrılma tazminatlarına üst sınır getirilmesi düzenlenmiştir. Mali haklara rakamsal sınır getirilmesi, iki ülke dışında benimsenen bir yöntem değildir.

- İlginç bir örnek olarak Avusturya'da yönetim kurulu üyesinin sorumluluğuyla, çalışma alanıyla, ortaklığın ekonomik yapısıyla orantılı mali haklar verilmesi öngörülmüştür.

## 2.5. Yönetim Kurulunun Yapılanması

Kurumsal Yönetim Tebliği ile hayata geçen komiteler ile Yönetim Kurulu arasındaki ilişkinin uygulamada genelde sadece şekle dayalı olduğu, komitelerin amaçlanan fonksiyonları gereğince yerine getirmediği, bir çok şirkette komitelerin sadece şeklen var olduğu, icra heyeti, icra kurulu gibi yapıların bir çok şirkette olmasına rağmen hukuki alt yapısı olmayan bu kurullar ile yönetim kurulu arasındaki ilişkinin sınırlarının iyi çizilmediği ve bu nedenle, olası hukuki risklerin doğabileceği çalışma grubumuzca değerlendirilmiştir.

Bu çerçevede katılımcılara Yönetim Kurulunun oluşumunda ideal yapılanmanın nasıl olması gerektiği, komitelerin nasıl etkin çalışmasının sağlanabileceği, yönetim kurulu ve icra kurulunun konumlandırmasının nasıl olması gerektiği sorulmuştur.

- Yönetim kurulu üyelerinin kurul halinde karar almaları nedeniyle aslında kendi kusurlarına dayanmayan olaylarda da sıkıntı yaşayabildikleri; örneğin Almanya'da bir olayda iki yöneticinin fiilinden kaynaklanan sorun nedeni ile tüm yönetim kurulunun istifasının talep edildiği, bir kişinin değil tüm yönetim kurulunun ortak sorumlu olarak görülebildiği,
- Denetim komitesinin tamamının bağımsız yönetim kurulu üyelerinden oluşması gerekmektedir birlikte aslında denetim sürecini bilmeyen kişilerin komitelerde olmasının boşluk oluşturduğu, oluşan bu boşluğun komiteden yönetim kuruluna geçtiği,
- Bağımsız yönetim kurulu üyesi olarak bağımsızlık kriterlerini sağlayan çok kişi olmasına rağmen gerçek anlamda katkı sağlayacak nitelikli kişi sayısının oldukça az olduğu,
- Yönetim kurulu içinde ayrı bir icra kurulunun bulunmasının doğru bir uygulama olmadığı,

- Bağımsız yönetim kurulu üyelerinin istenilen fonksiyonu yerine getirip getiremediğini ölçebilecek bir sisteminin olmadığı, böyle bir sisteme ihtiyaç duyulduğu,

katılımcılar tarafından ifade edilmiştir.

## 2.6. Toplantıda İletilen Sorular

1. Komiteler toplandığında kurum dışı uzmanlardan yardım alınıp alınmadığı sorulmuştur.

- Uygulamada bazı büyük şirketlerde denetimden sorumlu komite toplantılarına bağımsız denetçilerin davet edildiği, fakat genelde komite toplantılarına şirket dışından uzmanların davet edilmesi kültürünün yaygın olmadığı,
- Komitelerin dışarıdan danışmanlık almasının yaygın bir uygulama olmadığı,

şeklinde cevaplar iletilmiştir.

2. Bağımsız üyeler dışındaki yönetim kurulu üyelerinin niteliklerinin gündemde olup olmadığı sorulmuştur.

Yönetim kurulu üyelerinin niteliklerinin şüphesiz şirketin operasyonel ve finansal faaliyetleriyle ve hatta şirketin vizyonu-misyonu ile uyumlu olması gerektiği, fakat bu seçici tutumun uygulamada yaygın olarak görülmediği; bağımsız yönetim kurulu üyesi kriterleri için gösterilen hassasiyetin diğer yönetim kurulu üyeleri için de gösterilmesi gereği, ortaklar açısından yönetim kurulunun genel performansının önem taşıdığı ve bu kapsamda yönetim kurulunun kendi performansını değerlendirmesinin de önemli olduğu görüşleri iletilmiştir.

3. Kar payının nasıl dağıtılacağı, icracı olan olmayan üye ayırımına göre bir dağıtımın uygun olup olmayacağı sorulmuştur.

- Çoğu grubun yönetim kurulu üyelerine kar payı dağıtımını kaldırdığı, eşit dağıtım biçiminde, görev süreleri de dikkate alınarak dağıtım yapıldığı, farklılık yaratılmadığı, farklı durumlarda genel kurul kararı gerektiği ve esas sözleşmede de hüküm bulunması gerektiği,



- Kardan alınacak pay opsiyonları, huzur hakkı vs. sadece buna bakılarak ayırım yapılamayacağı, nitelik farkının mali hakların dağıtılmasında belirleyici olacağı, nitelik ayrımının icracı olan olmayan ayrımı kadar önemli olduğu,

şeklinde cevaplar iletilmiştir.

### **3. BIST Kurumsal Yönetim ve BIST 100 Endekslerinin Getirileri**

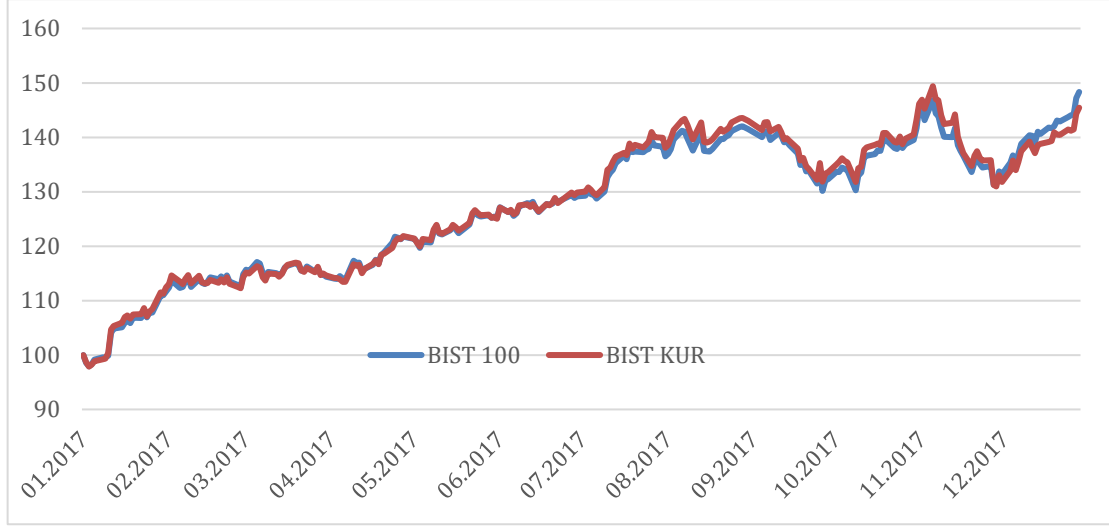
Kurumsal yönetim ilkelerine iyi seviyede uyum sağlayan şirketlerin getiri performanslarının, diğer şirketlere göre daha iyi olması öteden beri tartışılan, takip edilen bir konudur. Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne uyum sağlayan şirketlerin lehine oluşan bu durum, özellikle kriz ortamlarında ya da uzun süren çalkantılı dönemlerde daha net görülür. Burada önemli olan, bu karşılaştırmayı yaparken bağımlı ve bağımsız değişkenlerin mümkün olduğunca doğru belirlenebilmesi ve analiz edilebilmesidir. Buna göre, karşılaştırmaların yapıldığı endekslerin küresel piyasalara/gelişmelere olan betaları, piyasaların gelişmiş ya da gelişen piyasalar olması, pay sahipliğinin yerli-yabancı ya da bireysel-kurumsal yatırımcılar olması ve endeks değerlerinin oluşmasında rol oynayan hakim sektörlerin varlığı gibi unsurlar göz ardı edilmemelidir.

2017 yılına baktığımızda, Borsa İstanbul Pay Piyasası'nın temsil endeksi olan BIST 100 endeksinin yıl içi getirisinin TL bazında %48 seviyelerinde gerçekleştiğini görüyoruz. Yıla 3,50 TL seviyelerinden başlayan dolar/TL kurunun 3,90 TL seviyelerinin üzerine çıkıp düştüğü, %2,5 büyüme beklentilerinin önce %5 sonra da %7 seviyelerine revize edildiği, mevduat faiz oranlarının %14-15'lerde seyrettiği bir ortamda pay piyasasının bu performansı göstermesi elbette dikkat çekici. BIST 100 endeksi böylesi bir performans sergilerken BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'nin performansı da merak konusu. Aynı dönemde BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'nin getirisi %45,5 olurken, bu performansıya BIST 100 endeksinin çok az altında performans sergiledi.

Borsa İstanbul Pay Piyasası'nda işlem gören 327\* şirketin 50'si, aynı zamanda BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde işlem görüyor. BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde işlem gören bu 50 şirketin 31'i, yani %62'si aynı zamanda BIST 100 endeksi şirketleri arasında yer alırken, bu 31 şirketin de 15'i, yani %48'i BIST 30 endeksinde yer alıyor.

\*BYF, menkul kıymet yatırım ortaklıkları ve varantlar hariç

### 3.1. BIST Kurumsal Yönetim Endeksi ve BIST 100 Endeksi Getiri Karşılaştırması



Söz konusu bu 31 şirketin, sahip olduğu toplam 333,7 milyar TL piyasa değeri ile BIST 100 endeksi ve BIST Kurumsal Yönetim Endekslerinde sırasıyla %46 ve %95 ağırlığa sahip olduğunu görüyoruz. Dolayısıyla, BIST 100 endeksi içinde neredeyse %50 ağırlığa sahip olan şirketlerin, BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'nin getiri performansını da belirlediği açıktır.

Buradan hareketle, normal şartlarda borsanın değerinin oluşmasında etkili olan şirketler BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'ne de dahil oldukça, BIST 100 ve BIST Kurumsal Yönetim endekslerinin getirileri arasında önemli farklılıkların olması beklenmemelidir.

Diğer yandan, özellikle piyasanın gerilediği dönemlerde BIST Kurumsal Yönetim Endeksi'nde bulunan şirketlerden betası düşük ve başarılı finansal performansa sahip olanların göstereceği muhtemel direnç, BIST Kurumsal Yönetim Endeksi lehine getiri farkı oluşmasında etkili olabilecektir.

Türkiye'de Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne uyum sağlanmasının yatırımcılar tarafından ne denli takdir edildiğinin tam olarak anlaşılabilmesi için, endekse dahil olan şirketlerin endekste kalma bakımından istikrar sağlamaları önemlidir. Aksi durum, hem endeksin gerçek değerini bulmasındaki dinamiklere zarar vermekte hem de yatırımcı açısından şirketlerin itibar kaybına neden olmaktadır.

#### 4. SONUÇ

Sermaye Piyasası Çalışma grubu, her ay düzenli olarak yaptığı toplantılarda, kurumsal yönetime ilişkin olarak, hem uluslararası gelişmeleri hem de Türkiye'ye özel gelişme ve sorunları tartışmakta ve çözüm önerileri üretmektedir. Bu nedenle Yıllık Çalışma Raporu'nun Birinci Bölümü'nde 2017 yılında gerçekleşen önemli gelişmelere yer verilmiştir. Çalışma Grubu, kurumsal yönetim konusunda gerek uygulama gerek kuramsal açıdan önem taşıyan sorunların tespiti ve çözüm önerileri geliştirmek amacıyla her yılın ikinci yarısında bir forum gerçekleştirmeyi kararlaştırmıştır. Bu forumun amacı, kurumsal yönetimin akademik araştırmalarını yapan ve uygulayan uzmanların, dinleyici katılımcıların da katkılarıyla, kurumsal yönetimde önem taşıyan konuları tartışarak, somut çözümler üretilmesidir. 2017 yılında gerçekleştirilen forumun sonuçları İkinci Bölüm'de açıklanmıştır. Nihayet Üçüncü Bölüm, BİST Kurumsal Yönetim Endeksinin, BİST 100 Endeks getirileriyle karşılaştırılmasına yönelik rakamsal verileri içermektedir.

Uluslararası alanda kurumsal yönetim uygulamaları konusunda en nesnel ve yaygın değerlendirmeleri içeren OECD çalışması dikkate alındığında, kurumsal yönetim ilkelerinde genel olarak zorunlu uygulama kuralını benimseyen Türkiye, "uygula veya açıkla" esasına dayalı genel tercihten farklı bir noktadadır. Genel kurulun toplantıya çağırılması ve azınlık hakları konusunda getirilen ilkeleri kabul eden çoğunluk ülkeleri arasında, Türkiye de yer almaktadır. İlişkili taraf işlemleriyle ilgili olarak yaygın biçimde uygulanan ilkeler, Türkiye'deki sistemle paraleldir. Ortaklığın yöneticilere borç vermesinin yasaklanması; ilişkili taraf işlemlerinin yapılmasına yönetim kurulunda muhalif üyeler bulunması durumunda, genel kurulun onayının aranması içlerinde Türkiye'nin de yer aldığı sınırlı sayıda ülkede kurumsal yönetim ilkeleri kapsamına alınmıştır.

Kontrol değişikliği durumunda zorunlu çağrı yükümlülüğünün getirilmesi, Türkiye'de olduğu gibi yaygın bir uygulamadır. Ancak kontrol eşiği olarak pay sahipliğinde % 50 oranı veya üzeri sınırlı sayıda ülkede kabul edilmiştir ve Türkiye'de bu gruptadır. Kontrol eşiğinin bu kadar yüksek oranda belirlenmesi, zorunlu çağrı kurallarıyla azınlığın korunma etkisini azaltmaktadır.

Kurumsal yatırımcılarla ilgili olarak yatırımcıları koruyucu ilkeler konusunda Türkiye, göreceli olarak daha zayıftır. Kurumsal yatırımcıların oy verme politikaları, kullanılan oyların ve menfaat çatışmalarının açıklanması gibi konularda, Türkiye, ortalama koruyucu çizginin altında yer almıştır.

Yönetim kurulunda tek basamaklı yapı, Türkiye’de de genel tercihi oluşturmaktadır. Ancak bağımsız yönetim kurulu üyelerinin asgari sayısı çoğunlukla kanunla belirlendiği halde, Türkiye’de uyulması zorunlu ilkeyle belirlenmiştir. Bu tercih, başta da belirtildiği gibi, Türkiye’de kurumsal yönetim ilkelerine çoğunlukla uyulmasının zorunlu kılınması tercihinin ortaya çıkardığı olumsuz bir sonuçtur. Bağımsız yönetim kurulu üyelerinin, aday gösterme sürecinde Sermaye Piyasası Kurulu’nun onayına sunulması, Türkiye’ye özgü bir uygulama örneği olarak gösterilmiştir. Diğer yandan yöneticilere tanınan finansal hakların hem toplam hem bireysel olarak yöneticiler arasında dağılımının kamuya açıklandığı; Türkiye’nin bu kapsamda açıklamayı benimsemeyen azınlık ülkeleri arasında yer aldığı tespit edilmiştir.

OECD çalışmasındaki tespitler dikkate alındığında, Türkiye’nin genel kurumsal yönetim uygulama tercihleri düzeyinde yer alabilmesi için, uyulması zorunlu ilkeler yapısından, “uygula veya açıkla” esasına dayalı bir sisteme yönelmesi; kurumsal yatırımcıların yönetsel hakları kullanma politikaları konusunda kamuyu aydınlatma kapsamını geliştirecek ilkeleri uygulamaya sokması; zorunlu çağırısı etkisizleştirecek yüksek kontrol oranı eşliğini düşürmesi; bağımsız yönetim kurulu üyelerinin seçiminde salt ortaklığın iç mekanizmalarına dayalı bir sistem oluşturulması; yöneticilerin finansal haklarının kamuya açıklanmasında, açıklanan bilgilerin değerlendirmeye elverişli olmasını sağlayacak ayrıntıya, özellikle yönetici bazında bilgilere yer verilmesi beklenmektedir.

2017 yılında yayımlanan Direktif’te esas itibarıyla, ortaklıkların pay sahipliği bilgilerine ulaşımının kolaylaştırılması ve koruma güvencesinin sağlanması; pay sahipliği haklarının kullanılmasında aracı kuruluşlarca kullanılmasını kolaylaştıracak ve şeffaflığı sağlayacak önlemler alınması; kurumsal yatırımcıların yönetsel hakları kullanılmasına ilişkin olarak yatırımcıların korunmasına dayalı bir rejim oluşturulması; halka açık anonim ortaklık yönetim kurulu üyelerinin bir politikaya bağlanarak, şeffaflığın geliştirilmesi yönünde düzenlemeler yapılmıştır. Bu konularda SPK düzenlemelerine yabancı olmamakla beraber, yatırımcıların

korunması rejimini güçlendirmek amacıyla Direktif hükümleri doğrultusunda yakın gelecekte düzenlemeler yapılması öngörülmektedir.

Forum'da güncel kurumsal yönetim başlıkları hakkında yapılan değerlendirme ve tartışmalar, özellikle icracı – icrada görevli olmayan yönetim kurulu üyesi kavramının farklı şekillerde algılandığını, bu konuda daha belirgin, açık ve genel hükümlerle bağlantılı tanımlar yapılması gerektiğini; yönetim kurulu üyelerinin finansal haklarının ilişkin ölçütlerin belirlenmesinde uygulamada duraksamalar yaşandığını, hem finansal hakların belirlenmesi hem de yöneticiler arasında ayırım yapılabilmesinin nesnel ölçütlerinin somutlaştırılmasının gerektiğini; nesnel ölçütler ortaya konulmadan yasal otorite müdahalesinin uygun olmadığını; bağımsız yönetim kurulu üyelerinin sorumluluklarıyla finansal hakları arasında bağlantı kurulmasında yarar olduğunu; bağımsız yönetim kurulu üyelerinin belirlenmesinde bağımsızlık ölçütlerinin yanı sıra görev yapacakları ortaklığın gerektirdiği niteliklere sahip olmasının da aranması gereksiniminin bulunduğunu ortaya koymuştur.

Anılan konuların bir kısmı düzenlemeyi gerektirmekle beraber, kurumsal yönetim uygulama ve kavramlarının, uluslararası gelişmelerin bilimsel çıktılarla değerlendirilebileceği ortamlarda tartışılması, ilgili kesimlerin bilinçlendirilmesi yoluyla kurumsal yönetim uygulamasının geliştirilmesi ve sorunlara çözüm bulunması mümkün olabilecektir.