

**T.C.
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
BANKACILIK VE SİGORTACILIK ENSTİTÜSÜ
BANKACILIK ANA BİLİM DALI**

**ORTAKLIK YAPISI VE KAR DAĞITIM POLİTİKASI BAKIMINDAN KURUMSAL
YÖNETİM**

DOKTORA TEZİ

HAZIRLAYAN: HÜSEYİN ÖCAL

158976

İSTANBUL 2005



T.C.
MARMARA ÜNİVERSİTESİ
BANKACILIK VE SİGORTACILIK ENSTİTÜSÜ



SAYI :
KONU :

İst. 09 / 12 / 2005

Aşağıda belirtilen lisansüstü tez, Lisansüstü Öğretim Yönetmeliği hükümlerinde belirtilen esaslar çerçevesinde jüri önünde savunulmuş ve jüri tarafından başarılı bulunmuştur.

TEZ BAŞLIĞI : Ortaklık Yapısı ve Kar Dağıtım Politikası Bakımından Kurumsal Yönetim

TEZ TÜRÜ : Doktora

TEZİ HAZIRLAYAN : Hüseyin ÖCAL

ANABİLİM DALI : Bankacılık

SAVUNMA TARİHİ : 09.12.2005

JÜRİ ÜYELERİ :

GÖREVİ

ADI SOYADI

İmza

Danışman Prof.Dr.Turgay BERKSOY

Üye Prof.Dr.Erişah ARICAN

Üye Prof.Dr.A.Osman GÜRBÜZ

Üye Prof.Dr.Targan ÜNAL

Üye Doç.Dr.Gülden ÜLGEN

GİRİŞ.....	1
I. BÖLÜM	
KURUMSAL YÖNETİM	
1. GENEL AÇIKLAMA.....	4
2. KURUMSAL YÖNETİM SİSTEMLERİ.....	6
2.1. Yayılmış Hisse Sahipliği.....	6
2.1.1. Yayılmış Hisse Sahipliğinin Olumlu Yönleri.....	7
2.1.2. Yayılmış Hisse Sahipliğinin Olumsuz Yönleri.....	7
2.2. Yoğunlaşmış Hisse Sahipliği.....	13
2.2.1. Yoğunlaşmış Hisse Sahipliliğinin Olumlu Yönleri : Doğrudan Gözetim ve Karlılık	13
2.2.2. Yoğunlaşmış Hisse Sahipliliğinin Olumsuz Yönleri : Büyük Hissedarın Küçük Hissedarlardan Menfaat Sağlaması.....	18
3) KURUMSAL YÖNETİM OKULLARI.....	21
3.1. Standart Okul.	21
3.2. Hybrid(melez) Standart Okulu.....	22
3.3. Çeşitlilik (diversity) Okulu.....	22
3.4. Melez(hybrid) Standart Okula Karşı Görüşler.....	24
4) KURUMSAL YÖNETİMİN STANDARTLAŞMASINDA ETKİLİ OLAN FAKTÖRLER	25
4.1. Kurumsal Finansmanda Sermaye Piyasasının Rolü.....	25
4.2. Coğrafya Bakımından Farklılıklar.....	26
4.3. Firma Perspektifinden Kaynaklanan Farklılıklar.....	27
4.4. Hukuki Ortamın Kalitesi.....	27
4.5. Kurumsal Yönetimde Aktif Hisse Sahipleri ve Kurumsal Yatırımcılar.....	29
4.6. Piyasanın Şirketleri Kontrol Etmesi ve Satın Almayı Zorlaştıran Mekanizmalar	29
4.7. Yönetim Kurulu.....	30
4.8. Yönetim Kurulu Bağımsızlığı.....	30
4.9. Kamuyu Aydınlatma Kuralları.....	31
4.10. Muhasebe Standartları.....	31

5. ŞİRKETİN HUKUKİ YÖNDEN DEĞERLENDİRİLMESİ	32
6. DÜZENLEYİCİ KISITLAMALAR VE HİSSE MÜLKİYETİNİN ŞEKLİ.....	37
7. YÖNETİM MEKANİZMALARI.....	38
7.1.Yönetim Kurulu.....	38
7.2.Yönetici Ücretleri.....	40
7.3. Piyasa Kontrolü.....	42
7.4.Hisselerin Az Elde Toplanması ve Finansal Kurumlar Tarafından Gözetim	46
7.5. Borç(Kredi).....	48

II. BÖLÜM

ŞİRKET FİNANSMANI VE ŞİRKET KONTROLÜNÜN EKONOMİK VE POLİTİK YÖNÜ

1. GENEL AÇIKLAMA.....	52
2. ŞİRKET FİNANSMANI VE ŞİRKET KONTROLÜ.....	54
2.1. Firmalarda Finansmanın Kontrol Üzerindeki Etkisi.....	54
2.2. Firmaların Borç İhtiyacı ve Kontrolün Bankalara Geçmesi.....	55
3. KONTROLÜN EKONOMİK YÖNÜ.....	59
3.1. Dış Kontrol Eksikliğinin Yatırım Üzerindeki Etkisi.....	59
3.2. Serbest Nakit Akışının Kanuni Temsilcilik Maliyeti	60
4. KONTROLÜN POLİTİK YÖNÜ.....	61
5. FİNANSAL SİSTEMLERİN EKONOMİK PERFORMANSA ETKİSİ.....	64
5.1. Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme.....	65
5.2. Finansal Sistemler.....	68
5.3. Şirket Mülkiyeti ve Kontrol.....	69

III. BÖLÜM

KURUMSAL YÖNETİM VE KAR DAĞITIM POLİTİKASI

1. GENEL AÇIKLAMA.....	70
2. ASİMETRİK BİLGİ VE EKSİK SÖZLEŞMELER – Deneysel Çalışmalar.....	71
2.1. Deneysel Çalışmalar (Asimetrik bilgi ve sinyal verme modelleri).....	71
2.2. Kanuni Temsilcilik Modelleri	78

IV. BÖLÜM

TÜRKİYE’DE KURUMSAL YÖNETİM UYGULAMASI VE BİR DENEYSEL ÇALIŞMA

1. GENEL AÇIKLAMA.....	83
2. KURUMSAL YÖNETİMİN TÜRK HUKUKUNDAKİ YERİ.....	84
2.1. PAY SAHİPLERİNE EŞİT İŞLEM İLKESİ VE PAY SAHİBİ HAKLARI.....	85
2.2. YÖNETİM KURULU ÜYELERİ.....	88
2.3. ÇALIŞANLARIN VE DİĞER MENFAAT SAHİPLERİNİN ROLLERİ.....	93
2.4. KAMUYU AYDINLATMA VE ŞEFFAFLIK.....	93
3. TÜRKİYE ŞEFFAFLIK ARAŞTIRMASI.....	95
4. ORTAKLIK YAPISI VE KAR DAĞITIM POLİTİKASI BAKIMINDAN KURUMSAL YÖNETİM....	97
4.1. LINTNER MODELİ.....	98
4.2. TÜRKİYE’DE BÜYÜK HİSSEDARIN AZINLIK HİSSEDARDAN MENFAAT SAĞLAMASINA YÖNELİK DENEYSEL ÇALIŞMA.....	100
GENEL DEĞERLENDİRME VE SONUÇ.....	104
EK: SPK KURUMSAL YÖNETİM İLKELERİ ANA MADDELERİ.....	113
KAYNAKÇA.....	141

GİRİŞ

Kurumsal yönetim, yakın geçmişte gözlemlenen küresel skandallara, uluslar arası borsaların düşen getirilerine, AB nin bir parçası olma konusunda gösterdiğimiz çabalara ve doğrudan yabancı sermayeyi çekme konusundaki rekabete bağlantılı bir çok şirket için fark yaratma faktörlerinden biri olmuştur. Türk iş dünyasında son dönemin en sıcak başlıkları arasında yer almaktadır. Ancak kavram ve uygulama açısından kurumsal yönetimin Türkiye’ de oldukça yeni olduğu unutulmamalıdır. Doğrudan ve dolaylı olarak, kurumsallaşma ile ilgili ilkelerin kabulü ve bunların uygulanması Türk iş dünyasını geliştireceği gibi, sermaye sahiplerinin getirilerini ciddi anlamda arttıracaktır.

Kurumsal yönetim ilkelerinin hayata geçirilmesi, performansı olumlu yönde etkileyebileceği gibi riski sınırlandırabilir, daha iyi kararlar verilmesine olanak tanıyabilir; en önemlisi şirketin uzun vadede hayatta kalmasını sağlayabilir. Ayrıca kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanması yatırımcılar, kredi kuruluşları, çalışanlar ve sektörel aktörler nezdinde şirketin itibarının güçlenmesini sağlamaktadır. Bu bağlamda kurumsal yönetimin uygulanması ülkemiz ekonomisi için sürdürülebilirlik ve kalıcı başarının teminatı olacaktır.

Kaynak temini ve üretim açısından çekici bir ülke konumunda olan Türkiye, kendine özgü yapısıyla bir piyasa olarak da yatırımcılara önemli avantajlar sunmaktadır. Ancak, doğrudan yabancı sermaye yatırımları açısından Türkiye’nin sahip olduğu olumlu piyasa özellikleri oranında başarılı olamadığı görülmektedir.

Adillik, şeffaflık, hesap verilebilirlik ve sorumluluk temellerine dayanan Kurumsal Yönetim İlkelerinin hayata geçirilmesi, yatırım ortamının iyileştirilmesine gerek doğrudan gerekse dolaylı olarak katkı yapan temel faktörlerden biridir. Kurumsal yönetim yolsuzluğun önlenmesi, kayıt dışı ekonominin azaltılması, ekonomik istikrarın ve rekabet eşitliğinin sağlanması gibi birçok sonucu beraberinde getirerek sürdürülebilir ekonomik kalkınmaya destek olmaktadır. Öte yandan, kurumsal yönetim uygulamalarının geliştirilmesi, firmaların daha fazla hissedar değeri yaratmasını sağlamakta ve daha sağlıklı bir yatırım ortamı oluşturulmasını destekleyerek sermaye sahiplerini teşvik etmektedir. Bir çok araştırma, daha sağlıklı kurumsal yönetim yapısına sahip olan firmaların orta ve uzun vadede daha yüksek finansal performans ortaya koyduğunu göstermektedir.

Gerek kamu kesiminde gerekse özel sektörde kurumsal yönetim yapısının geliştirilmesi sürdürülebilir ekonomik kalkınmanın tesisi için kritik bir başarı faktörü olarak değerlendirilmektedir. Türk şirketlerinin borç ve öz sermaye niteliğinde finansman sağlayan yatırımcılara güven vererek sağlıklı bir şekilde büyümesi ve ülke ekonomisine daha fazla

katkıda bulunması sağlıklı bir kurumsal yönetim yapısının oluşturulmasıyla mümkün olacaktır.

Bu tezin amacı;

- 1) Farklı kurumsal yönetim sistemleri ve yönetim mekanizmalarının olumlu - olumsuz yönlerini ve şirket-ülke ekonomik performansına etkilerini diğer ülkelerde yapılan teorik ve deneysel çalışmaları bir araya getirmektir.
- 2) Türkiye 'de kurumsal yönetim hakkındaki gelişmeleri paylaşmaktır.
- 3) Ortaklık yapısı ve kar dağıtım politikası bakımından kurumsal yönetim ile ilgili Türkiye' de deneysel çalışma gerçekleştirmektir.

Birinci bölümde, kurumsal yönetim sistemleri(insider ve outsider) tanımlanıp, bu sistemlerin olumlu-olumsuz yönleri ve uygulama sonuçları irdelenecektir. Kurumsal yönetim mekanizmalarının (yönetim kurulları, yönetici ücretleri, piyasa kontrolü,hisselerin az elde toplaması ve finansal kurumlar tarafından gözetim,borç) diğer ülkelerde yapılan deneysel çalışmalar ışığında kurumsal yönetim sistemlerinin olumsuz yönlerini gidermede etkinliği açıklanacaktır. Yine, global fonlamanın dünyada tek bir kurumsal yönetim sisteminde birleşme sağlayıp sağlamayacağı bu bölümde tartışılacaktır.

İkinci bölümde, şirketler, finansal ve yasal sistemlerdeki ülkeler arası farklılıkların ülkeler arası ekonomik performans üzerindeki etkisi diğer ülkelerde yapılmış deneysel çalışmalar ile ele alınacaktır. Yine, finansal gelişmenin (bankacılık sektörü ve hisse senedi piyasası büyüklüğü/derinliği) ekonomik büyüme ile ilişkisi üzerinde durulacaktır.

Üçüncü bölümde, tez konumuza (ortaklık yapısı ve kar dağıtım politikası bakımından kurumsal yönetim) alt yapı oluşturması amacıyla kar dağıtım politikası hakkındaki çalışmalara yer verilmiştir.

Dördüncü bölümde, Türkiye'de kurumsal yönetim alanındaki gelişmeler ve kurumsal yönetimin hukuki bakış açısıyla değerlendirilmesi yer alacaktır. S&P gözetiminde yapılan Türkiye kamuyu aydınlatma ve şeffaflık araştırması sonuçları paylaşılacaktır.

Tez konumuz olan "ortaklık yapısı ve kar dağıtım politikası bakımından kurumsal yönetim" ile ilgili deneysel çalışma da bu bölümde yer almaktadır. Kurumsal yönetim teorisi Türkiye gibi insider sistemi(bir şirketin hisselerinin bir veya birkaç kişinin elinde toplanması) benimsemiş ülkelerde(kıta avrupası), şirket yönetiminde muhtemel çıkar çatışmasının büyük hissedarlar ile küçük hissedarlar arasında olduğunu belirtmektedir. Yani, büyük hissedar kar payı dağıtmayarak veya daha az dağıtarak küçük hissedarlardan menfaat sağlarlar. Halka açık şirketlerde bir kişinin hisse payının %50 den büyük olması durumunda kar payı dağıtım oranı ile bir kişinin payının %50 den küçük olması durumundaki kar payı dağıtım oranı mukayese

edilecektir. Bu deneysel çalışmayı gerçekleştirebilmek için 1985-2003 yıllarına ait veriler IMKB' den alınacaktır. Lintner Modeli kullanılarak kurumsal yönetim teorisi Türkiye için test edilecektir.

Çalışmamız genel bir değerlendirme ile son bulacaktır.



I. BÖLÜM

KURUMSAL YÖNETİM

1. GENEL AÇIKLAMA

Kurumsal yönetim şirketin performansını ve gittiği yönü belirleyen katılımcıların(menfaat sahiplerinin) ilişkisine odaklanır. Menfaat sahipleri(stakeholder) hisse sahipleri, yöneticiler, yönetim kurulu üyeleri, personel, müşteriler, tedarikçiler, kreditorler, devlet vb. olarak tanımlanabilir. Ana amaç şirketin devamlılığını sağlayan menfaat sahiplerinin çıkar çatışmasına girmesini engelleyecek yönetim sistemini oluşturmaktır. Bu sayede uzun ömürlü, sürdürülebilir büyümeyi yakalayan, performansı yüksek şirketlerle globalleşme sağlanabilmektedir. Hisse sahibinin(shareholder) çıkarını kollayan bir görüşten menfaat sahiplerinin çıkarlarını (stake holder) kollayan bir çerçeveye kayma söz konusu olmaktadır. Doğru mikro ekonomik yapılanma makro ekonomik yapıyı tamamladığı ve uzun dönem büyüme performansını sağlayacağına inanılmaktadır. Kurumsal yönetim mikro ekonomik verimliliği geliştirmenin en önemli ögesidir. Kurumsal yönetim sermaye piyasasının gelişimini ve onun fonksiyonunu yerine getirmesinde son derece etkilidir. Kurumsal yönetim sistemleri kontrol ve kontrolü elinde bulunduran hissedarın kimliğine göre ayırma tabi tutulmaktadır.

Hisselerin çoğunluğunun ve kontrolün bir veya birkaç kişide toplanması yoğunlaşmış hisse sahipliği (concentrated ownership) diğer bir deyişle insider sistem olarak tanımlanmaktadır. Büyük hissedarların olması yönetim gözetimini iyileştirir ve firmanın performansını artırır. Ancak, kontrol eden büyük hissedarlar şirketi kendi özel çıkarı için kullanabilir. Bu özel çıkar azınlık hisse sahibine ve diğer menfaat sahiplerine zarar verebilir. Bu durum küçük yatırımcının sermaye koymasını engellemekte, derinliği olmayan borsa oluşmasına, risk dağıtımının düşmesine sebep olmaktadır.¹

Çok sayıda hisse sahibi küçük küçük paylara sahipse yayılmış hisse sahipliği (dispersed ownership) diğer bir deyişle outsider sistem olarak tanımlanmaktadır. Yayılmış hisse sahipliğinin olumlu yönleri hisselerin likit olması, borsanın gelişmesi , sermaye maliyetinin düşmesi ve yatırımcıya daha çok imkan sunarak riski dağıtma fırsatı vermesidir. Olumsuz yönleri ise; yönetim gözetimi eksikliğidir. Uygulama sonucunda ise güçlü yönetici, zayıf şirket ortakları ortaya çıkmaktadır.

¹ Gugler K.(2001), *Corporate Governance and Economic Performance*, Oxford University Press, s. 5.

İş sahipleri ve akademisyenler arasında global fonlamanın tek bir kurumsal yönetim modeline yol açıp açmayacağına yönelik tartışmalar devam etmektedir. Bazıları tek ortak modeli desteklerken diğerleri tek bir modelin empoze edilmesinin yararlı olmayacağını çünkü her ülkenin ve/veya şirketin kendine özgü dinamikleri olduğunu savunurlar.²

Standart okulun temel tezi milli ekonomilerin ve sermaye piyasalarının globalleşmesi sebebiyle kurumsal yönetim sistemini bir standart modelde birleştirmektir. Bu standart modelin nasıl olacağı henüz bilinmemektedir. Standart okul ikiye ayrılmaktadır. Birincisi piyasa kökenli (outsider sistem) sistemdir. İkincisi farklı kurumsal yönetim sistemlerinin iyi yönleri temel alınarak oluşturulan melez (hybrid) sistemdir.

Çeşitlilik okulunun hipotezi standartlaşma yerine farklılaşma üzerine oluşturulmuştur. Bu farklılaşmanın temel belirleyici özellikleri kanuni temsilci (agency) problemleridir. Bu okul outsider sistemin en iyi sistem olduğunu melez standart okula göre daha yüksek sesle red etmektedir. Ayrıca, sistemin dengesini bozmadan her sistemin avantajlı kısmını benimsemenin doğru olmayacağını savunmaktadır. En iyi kurumsal yönetim sistemi diye bir şey yoktur. Ülkeden ülkeye, firmadan firmaya, endüstriden endüstriye değişen bir konseptir. Ayrıca, bu bölümde kurumsal yönetimin standartlaşmasında etkili olan faktörler belirtilmektedir.

Berle ve Means modern şirketlerde mülkiyet ve kontrolün ayırımına işaret ettiğinden itibaren kurumsal yönetim hakkındaki literatür hissedarlar ve yöneticiler arasındaki kanuni temsilcilik sorununa yoğunlaşmıştır. Yönetim kurullarının bu sorunun üstesinden gelmek için etkisiz olduğu kabul görmüştür. Bunun yerine odaklanmanın harici yönetim mekanizmaları üzerinde olmuştur.³

Piyasa kontrol mekanizmasının en iyi kontrol sistemi olduğu savunulabilir. Piyasa gözetim görevini yönetim kurulu üyelerinden daha iyi gerçekleştirebilir. Derin ve etkin çalışan mali piyasaların olduğu ülkelerde eğer bir şirketin performansı düşük ve hisse sahibinin varlığını maksimize edemiyorsa, anılan şirket başka bir şirket tarafından satın alınabilir ve yönetim kadrosu değiştirilebilir. Hasmane alımlar ABD ve İngiltere’de ciddi bir hacim oluştururken Japonya, Fransa ve Almanya’da çok ender karşılaşılmaktadır. Hasmane alımların değer yaratıp yaratmadığı hususundaki kanıtlar muğlaktır.

² Berghe, L. van den (2002), *Corporate Governance in a Globalising World: Convergence or Divergence? A European Perspective*, Kluwer Academic Publishers, s. 27.

³ Xavier Vives (2000), *Corporate Governance: Theoretical and Empirical Perspectives*, Cambridge University Press, ss. 40-43.

Japonya ve Almanya'da şirketi kontrol edecek piyasanın olmayışı temsilcilik sorununun nasıl giderileceği konusunda alternatif bir teoriye yol açmıştır. Japonya'da bu rolü ana banka sisteminin üstlendiği belirtilmiştir. Buradaki düşünce, tipik olarak aynı zamanda bir blok hisseye sahip ana banka firmayı gözetimde önemli oranda etkili olabilmektedir. Almanya'da hausbank sistemi benzer bir şekilde çalışmaktadır. Temel farklılık, borçlar ve doğrudan hisse mülkiyetine ek olarak Alman bankalarının müşterilerinin hisseleriyle vekaleten oy kullanabilmeleridir. Yöneticilerin hissedarların çıkarlarını gözetmelerini sağlayacak bu mekanizmaların etkinliği tartışılmaktadır.

Kurumsal yönetim üzerinde literatürün bir başka odak noktası temsilcilik sorunun üstesinden gelmek için borç finansmanın kullanımı olmuştur. Bu argümana göre, firmayı kazancının büyük miktarını borç faizi olarak ödemeye zorlayarak, yöneticilerin işe daha fazla bağlanmasını sağlamakta ve hissedarların parasını çarçur etmeleri önlenmektedir.

Yöneticilerin hissedarların çıkarlarını gözetmede ilave bir yöntem de ücretlerin uygun şekilde yapılmasıdır . Örnek olarak yöneticilere hisse opsiyonları ve hisse fiyatlarına bağlı ikramiyeler verilebilir. Hisse fiyatlarının firmanın gelecekte beklenen karlılığı ile ilgili yeterli bilgiyi içermesi halinde, teorik olarak, yöneticilerin hissedarların varlıklarını maksimize edecek otomatik teşvik sistemleri oluşturulabilir.

2. KURUMSAL YÖNETİM SİSTEMLERİ

Son zamanlarda çarpıcı ticari başarısızlıklar, kapasite fazlalığının muazzam birikmesi, kendi kendilerine fantastik maaşlar ödeyerek hissedarları ekonomik olarak zayıflatan yöneticiler, kurumsal kontrolde ve kurumsal yatırımcıların kısa vadeli yatırım hedefleri oluşturmasında piyasanın oynadığı roller kurumsal yönetime ilginin canlanmasına yol açmıştır.

2.1. Yayılmış Hisse Sahipliği

Kurumsal yönetim sistemleri daha önce de belirtildiği gibi kontrol ve kontrolü elinde bulunduran hissedarın kimliğine göre ayırma tabi tutulmaktadır.

Çok sayıda hisse sahibi küçük küçük paylara sahipse yayılmış hisse sahipliği (dispersed ownership) outsider sistem olarak tanımlanmaktadır.

2.1.1. Yayılmış Hisse Sahipliğinin(dispersed ownership) Olumlu Yönleri:

Güçlü azınlık(minority) hissedar yaratmanın yolu aktif derin borsadan geçmektedir. Bu sebeple, ABD ve İngiltere’de kurumsal yönetim çerçevesi aktif borsayı teşvik eder şekilde düzenlenir. Örneğin, küçük yatırımcı kanun tarafından korunur. Kamunun aydınlatılması ve şeffaflık kuralları çok katıdır. Düzenlemeler ve kanunlar genellikle yatırımcının uygun gördüğü kadar risk almasını ve aynı zamanda korunması için yapılandırılmıştır. Bu sebeple güvenilir, yeterli, her yatırımcıya eşit bilgi verilmesi önemli bir yer teşkil etmektedir. Hukuki çerçeve hissedarın şirketi kontrol etmesine imkan verir. Yönetim kurulu ve yönetim, hisse sahiplerine karşı sorumludur. Teorik olarak hissedarlar(oy kullanma hakları ile) yönetim kurulunu seçebilir ve şirketle ilgili önemli konularda oy kullanabilir. Finansal piyasaların teşvik edilmesi dış fonlama açısından küçük , orta ölçekli firmalar için son derece önemlidir. Çünkü yaratıcılığı ve girişimciliği teşvik eder. Şeffaflık ve azınlık haklarının korunması outsider sistemi daha çekici kılmaktadır. Eğer gelişmiş/derin borsanın ekonomik büyümeyle ilişkisinin pozitif olduğunu düşünürsek küçük hisse sahibinin çıkarlarını koruyan kanunlar yürürlüğe konmalıdır. Likit borsa, katı hisse alım/satım kuralları ve yeterli bilgilendirme outsider sistemin temel özellikleridir. Yayılmış hisse sahipliğinin en önemli avantajları hisselerin likit olması, borsanın gelişmesi , sermaye maliyetinin düşmesi ve yatırımcıya daha çok imkan sunarak riski dağıtma fırsatı vermesidir.

2.1.2. Yayılmış Hisse Sahipliğinin(dispersed ownership) Olumsuz Yönleri:

Şirket sahibi- kanuni temsilci (Principle-agent) modeline göre hisse sahibi olanların ve kontrolün farklı kişilerin elinde olması şirket performansını düşürebilir. Etkili kurumsal yönetim çerçevesi yönetimin insiyatifini sınırlayabilir. Bu sebeple kurumsal yönetim hukuki ve düzenlemeleri oluşturulmuştur. Bütün reformlar gözetimin zayıflığını iyileştirmeyi, yönetimin hesap verilebilirliğini artırmayı, yönetimin ve ortağın çıkarını orta noktada buluşturmayı hedefler. Bunlara ilave olarak, hisse sahibinin çıkarı ile yöneticinin çıkarını aynı istikamete getirecek ödeme/maaş planı, hisse sahibi haklarının korunması, gözetim sisteminin oluşturulması , iyi çalışan bir piyasa ve güçlü bilgi akışı /şeffaflık üzerinde durulmaktadır. Şirkete sahip olanlarla kontrol edenlerin farklı kişiler olmasından ötürü ortaya çıkan çıkar çatışmasını gidermek üzere gözetim görevini üstlenen yönetim kurulunun kurumsal yönetim çerçevesinde önemi artmıştır. Yönetim kurulları yönetimin performansını, hisse sahiplerine yeterli geliri sağlama için yeniden yapılandırmaya gidilmektedir. Örneğin

şirketin performansı düşüyorsa yönetim kurulu yeni bir yönetime şirketin yönetimini verebilir. Yönetim kurulunun gözetim işlevini yerine getirmesi için yönetimden(ıcracı) bağımsız olmaları gerekmektedir. Bir yönetim kurulu üyesi iş hayatında bir çok şirketin yönetim kurulu üyesi de olabilmektedir. Böyle bir durumda sorumluluklarını tam olarak yerine getirememektedirler. Yeni düzenlemeler bir yönetim kurulu üyesinin kaç farklı şirketin yönetim kurulunda görev alabileceğine dair sınırlama getirmektedir. Yönetim kurulu her ne kadar hisse sahiplerinin çıkarını korumakla sorumlu olsa da zaman içinde yönetimin bir parçası olabilmektedir. Bu sebeple nasıl bir yönetim kurulu oluşturulması gerektiğine dair kurumsal yönetim çalışmaları devam etmektedir.

Aslında Pazar mekanizması en iyi kontrol sistemi olduğu düşünülebilir. Gözetim görevini yönetim kurulu üyelerinden daha iyi gerçekleştirebilirler. Derin ve etkin çalışan mali piyasaların olduğu ülkelerde eğer bir şirketin performansı düşük ve hisse sahibinin varlığını maksimize edemiyorsa, anılan şirket başka şirket tarafından satın alınabilir veya yönetim kadrosu değiştirilebilir. Yayılmış hisse sahipliği (çok sayıda küçük ortaklı) hisse senetlerinin likiditesini artırmak, yatırımcıya riski dağıtmak yönünde kolaylık sağlaması gibi avantajları içerir. Ancak, kısa vadeli düşünceyi, toplam yatırım seviyesini verimli seviyenin altına düşürme gibi dezavantajları da mevcuttur. Finansal piyasalara çok bağımlı olmadan ötürü yöneticiler uzun vadede zararlı olabilecek kısa vadede sermayeyi geri ödeyen projelere odaklanabilir. Sonuç olarak, çok sayıda küçük ortaklı bir yapının olumlu yönleri olduğu gibi olumsuz yönleri de mevcuttur. Olumlu yönleri ; likidite, riski dağıtabilme, sermaye maliyetinin düşmesidir. Olumsuz yönleri ise; yönetim gözetimi eksikliğidir. Uygulama sonucunda ise güçlü yönetici, zayıf şirket ortakları ortaya çıkmaktadır.

Yayılmış hisse sahipliği sözkonusu olduğunda klasik şirket sahibi -kanuni temsilci sorunu ortaya çıkabileceği belirtilmişti. Şirket sahibi- kanuni temsilci literatürü şirket sahibinin kanuni temsilciyi kendi çıkarları ile aynı yönde karar alması için ödeme(maaş,prim vb) sisteminin nasıl olması gerektiği hususunda odaklanır. Şirket sahibi-kanuni temsilci sorunu ya kanuni temsilcinin aldığı yada alması gereken aksiyonla ilgili bilgi asimetrisi olduğunda ortaya çıkar. Kurumsal yönetimde ortaya temel iki temel çatışma çıkmaktadır: büyük kontrol edici bir hissedar ve dışarıdaki azınlık hissedarlar arasındaki çatışma ve kontrolü elinde tutan bir yönetici ile dışardaki yayılmış hissedarlar arasındaki çatışma.

YAYILMIŞ HİSSE SAHİPLİĞİ	
Dağınık oy gücü	
<i>Olumlu Yönler:</i>	
Likidite	
Çeşitlendirme fırsatları (risk paylaşımı)	
Düşük maliyetli sermaye	
<i>Olumsuz Yönler:</i>	
Doğrudan gözetim eksikliği (hisse sahiplerinin genel kurullara katılmaması, toplantılarda ses yükseltme yerine sat-kurtul stratejisi seçme)	
<i>Sonuçlar:</i>	
“Güçlü Yöneticiler, Zayıf hisse Sahipleri”	
(Roe, 1994)	
Devralmalar mümkündür	
Yönetim Kontrolü veya Piyasa Kontrolü	
(Brecht and Mayer 2001)	
YOĞUNLAŞMIŞ HİSSE SAHİPLİĞİ	
	Yoğunlaşmış oy gücü
	<i>Olumlu Yönler:</i>
	Doğrudan izleme
	<i>Olumsuz Yönler:</i>
	Düşük likidite
	Yüksek sermaye maliyeti
	Çoğunluk hisse sahiplerinin azınlık hissedarlardan fayda sağlaması potansiyeli
	<i>Sonuçlar:</i>
	“Zayıf Yöneticiler, Zayıf Azınlık hisse Sahipleri
	Güçlü Çoğunluk hisse Sahipleri

Hisse sahipliği yayılmış olduğunda, doğrudan gözetim zayıfken; oy gücü de dağınık olduğunda, doğrudan gözetim hiç mevcut değildir. Eğer hisse sahipleri küçük paylara sahipse yöneticinin ve hisse sahiplerinin çıkarlarının çatışmasına ilave olarak küçük hissedarların yönetimi gözetmesi de zayıf olmaktadır. Gözetimin zayıf olmasının nedeni iyi gözetimin yararını tüm hissedarlar elde ederken, kötü gözetimin maliyetine sadece gözetimi üstlenen hissedarlar katlanmasıdır. Hisse sahipliği yayılmış olduğunda problemler tartışılmaktansa sat kurtul stratejisi tercih edilir(Grossman ve Hart 1980).⁴ Yöneticilerin inisiyatifi yüksek olduğundan ciddi çıkar elde ederler. Örneğin, yöneticiler için ciroyu artırmak karı artırmaya göre daha çok tercih edilebilir. Yöneticiler kendilerine daha çok maaş vb. verebilirler. Diğer disipline edici yöntemler mevcut değilse (örneğin, şirket kontrolünü ele geçirmeyi engelleyen yöntemler mevcutsa, yönetici ödeme planı uygun değilse), yöneticilerin büyük bir takdir olanağı ve gücü olmakta ve kendi amaçlarının peşinde koşabilmektedirler (Gugler K.(2001)⁵. Bu görüşe karşı çıkanlar (örneğin, Fama 1980)⁶, yöneticilerin, hissedarların varlığını azamiye çıkarmayan hareketlere girişmekten fiilen alıkonulduklarını ileri sürüyor. Sonuçta, mevcut disipline edici mekanizmaların, yayılmış bir hisse yapısının varlığına rağmen, karın azamileştirilmesini temine yeterli olduğu varsaymaktadırlar. Bu disipline edici mekanizmalar arasında, yönetim kurulu, şirket kontrolünü devralma tehdidi, yönetici işgücü piyasası, ürün pazarındaki rekabet veya firmanın mali yapısı vardır. Hangi etkilerin baskın olduğuna bağlı olarak, kontrol ya yöneticilerde kalmakta ya da piyasaya geçmektedir (Becht ve Mayer 2001).⁷

“Yönetim kontrolü” sorununun üstesinden, hisse sahipliği ve oy gücü yoğunlaştırılarak, en azından kuramsal olarak gelinebilir. Büyük hissedarlar, yöneticileri gözetme isteğine ve gücüne sahiptirler. Çünkü nakit akışı ve kontrol çıkarları yoğunlaşmış ve eşleşmiştir. Gözetimin faydalarının büyük bir kısmı elde edilebilir ve yoğunlaşmış oy hakları hissedarları karar alma sürecini etkilemek için gerekli güçle donatır. Ama yoğunlaşmış hisse sahipliği ve oy gücüyle ilgili dezavantajlar da vardır: Öncelikle, yoğunlaşmış hisse sahipliği, çeşitlendirme olasılığını ve hisselerin likiditesini azaltır. İkincisi, yoğunlaşmış oy gücü, büyük blok-sahiplerinin veya çoğunluk-hisse sahiplerinin küçük hissedarları sömürmek için yönetimle ortak hareket etme ihtimallerini yükseltir. Bu da, bu firmalar için öz sermaye

⁴ Grossman,S and O.Hart (1980), Takeover Bids, the Free Rider Problem and the Theory of the Corporation, Bell Journal Of Economics, 11, ss. 42-64.

⁵ Gugler K.(2001), a.g.e. s. 6.

⁶ Fama, E.F.(1980) , Agency Problems and the Theory of the Firm, Journal of Political Economy, S. 88, ss. 288 – 307.

⁷ Becht,Marco and C.Mayer(2001), “Introduction” in Barca and Becht(eds), The Control of Corporate Europe, Oxford University Press, ss. 1 – 45.

maliyetini artırabilir, çünkü rasyonel azınlık hissedarlar bu hisselerde iskonto talep edeceklerdir.

Görmüş olduğumuz gibi, firmaların yönetim yapısı ile onların performansı arasındaki ilişkiye dair kuramsal öngörüler genellikle muğlaktır. Örneğin, yoğunlaşmış mülkiyet, herkese faydalı daha iyi performansa götüren gözetim isteği sağlayabilir. Ama yoğunlaşmış mülkiyet, kontrol eden blok-sahiplerinin çıkarına olan, ama azınlık hissedarların çıkarına olmayan hedeflerin aranmasına da yol açabilir.

Performans primleri vb. yöneticilerin değiştirebileceği sonuçlara endekslenmesi gerekir. Borsa değerleri ve cari karlar, yönetimin kararlarından sadece kısmen etkilenirler. Bir yöneticinin kontrolünün ötesindeki genel ticari koşullar veya sırf (iyi veya kötü) şans, bir kurumun talihini etkileyebilir. Göreli karşılaştırmalar, yönetici teşvik sistemini daha etkin ve sözleşmeleri de daha verimli kılar. Ama bu konudaki kanıtlar oldukça zayıf kalmaktadır. Yönetim kurulları, çoğu ülkede yöneticinin özlük haklarını(ödeme,prim) sözleşmelerini belirlediklerinden, yönetim için uygun teşvik sistemini tasarlamakta temel bir rol oynamaktadırlar. Birçok yazar, yönetim kurullarının -özellikle de içeridekilerin hakimiyetindeyseler- dışarıdaki hissedarlardan ziyade yönetimle birlik olduklarına dair bir kuşku taşımaktadır. Kanuni temsilcilerin (yönetim kurullarının), sözleşmenin kilit unsurlarını (maaş ve ek ödemeler biçimi ve düzeyi) malikler (hissedarlar) ve diğer kanuni temsilciler (yöneticiler) arasında mı kararlaştırmaları gerektiği, yoksa hissedarların kendilerinin mi genel toplantılarda maaş ve ek ödemeler paketi önerilerini kararlaştırmaları gerektiği sorusu ortaya çıkmaktadır.

Şirket sahiplerinin kimliği konusunda ABD veya İngiltere dışındaki ülkelerde hisse sahipliği yoğunlaşması çok yüksektir. Soru “kurumu kimin kontrol ettiği”nin önemli olup olmadığıdır? Mevcut kanıtlar, hisse sahiplerinin kimliğinin önemli olduğu görüşün destekliyor. Yakın banka-firma ilişkilerinin ve kurumsal yatırımcıların hisse tutmalarının firmanın karlılığındaki etkileri belirsizdir. Bankaların, kurumların yönetimine dahil olması, mali kısıtlamaları ve endişeleri dindirir görünüyor. Kurumsal yönetimde bankaların rolü önem arz etmektedir. Kurumsal yönetim sistemlerindeki (insider-outsider) farklılıklar sermayenin maliyetini ve fonlama şeklini etkiler. Örneğin borsa kapitilazasyon/ GSMH oranı insider sistemde outsider sisteme göre daha düşüktür. Eğer mali piyasaların gelişimi ekonomik gelişmeyle ilgiliyse o halde ekonomik büyüme insider sistemden olumsuz etkilenecektir. Ancak farklı finans kaynağı mevcutsa bu durum önemli değildir. Bu sebeple insider sistem için bankaların önemi çok daha fazladır. Şirketlerde borç/ sermaye oranı çok yüksektir. Insider sistemde şirketler bankalarla daha uzun vadeli ve kompleks ilişki içindedirler. Banka

odaklı olmasının yararı bankaların gözetim ve eleme işlevini yerine getirmesidir. Insider sistemdeki banka-şirket yakın ilişkisi firmaya özgü bilgilere daha iyi ulaşma imkanı sağlaması yönünden yararlıdır. Bunun sonucu olarak risk priminin düşmesi ve sermaye maliyetinin aşağıya inmesi beklenebilir. Diğer taraftan yeni şirketlerin yaşaması ve doğması finans sağlanmasına ve finansın maliyetinden etkilenmektedir. Insider sistemde küçük likit olmayan risk sermayesinden yoksun bir piyasa küçük ve orta ölçekli işletmelerin finanslama imkanını zorlaştırmaktadır. Bu sebeple KOBİ ler daha çok borçlanma yoluna giderler. Bankalarla KOBİ ler arasında eskiye dayanan bir ilişki olmaması ciddi bir problemdir. Bu durumda bankalar kredi verirken daha muhafazakar olurlar. Çünkü bankalar yeni firmalarla asimetrik bilgi riski ile karşı karşıyadır. Yüksek borçlanma ve zayıf hisse senedi piyasası KOBİ gelişimini engellemektedir. Insider sistemde odak noktası menfaat sahipleriyle uzun vadeli olarak güven, sadakat, taahhüt içinde olmaktır.

Kurumsal yatırımcıların yarattığı etkilere ilişkin sağlam kanıtların yetersizliği özellikle üzüntü vericidir, çünkü kurumsal yatırımcılar dünyanın her yanında giderek önem kazanacaklardır.

Burçin Yurtoğlu Türk kurumsal yönetim sistemini tahlil etmiştir. Türkiye’de kurumsal yönetim, ülkenin en zengin aileleri olduğu bir “insider=içerdekiler sistemi” olarak betimlenebilir.⁸ Hisse sahipliği yüksek oranda yoğunlaşmıştır ve piramit yapılar, çapraz hisse sahipliği ve farklılaşmış oy haklarıyla yürütülmektedir. Hasmane devralmalar, disipline edici yöntem olarak önemsizdir. Piyasanın şirketleri kontrol etmesi için yeterince derin borsa yoktur. Büyük hissedar gözetimi gibi iç kontrol sistemleri, kontrolün ana araçlarıdır. Küçük hissedarların yetersiz korunması, büyük ve küçük hissedarlar arasındaki çatışmayı Türkiye’de önemli bir sorun haline getirmektedir. Düşük kar payları, düşük karlılık ve bir piramidin daha alt kısımlarındaki firmaların düşük piyasa-defter değeri oranları, rant çıkarmanın ve yönetiminin kendisini sağlama almasının kanıtlarını sağlıyorlar. Üç temel özelliği şunlardır. 1- halka açık şirket sayısı azdır . Pazar kapitilizasyon/ GSMH % 12 civarındadır. 2- şirketler yoğunlaşmış ortaklık yapısına sahiptir. Aileler direk ve indirek olarak şirketin %75 ini kontrol eder. 3- Aktif/ derin bir sermaye piyasası yoktur. Türkiye’de özel bankalar genellikle bir aileye aittir. Bu bankalar diğer finans ve/veya sanayi şirketlerinin ortaklarıdır. Aileler adına gözetim görevini bankalar üstlenirler.

⁸ Yurtoglu, B.(2000), *Ownership, Control, and Performance of Turkish Listed Companies*, Empirica, S. 27, ss. 193-222.

2.2. Yoğunlaşmış Hisse Sahipliği

Kurumsal yönetim sistemleri daha önce de belirtildiği gibi kontrol ve kontrolü elinde bulunduran hissedarın kimliğine göre ayırma tutulmaktadır. Hisselerin çoğunluğunun ve kontrolün birkaç kişide toplanması yoğunlaşmış hisse sahipliği insider sistem olarak tanımlanmaktadır.

2.2.1. Yoğunlaşmış Hisse Sahipliliğinin (concentrated ownership) Yararları : Doğrudan Gözetim ve Karlılık

Yöneticinin kontrolündeki firmaların şirket sahiplerinin kontrolündeki firmalardan daha az karlı olmalarının nedeni , hisse sahiplerinin ve kontrol edenin farklı olması ve bunun sonucunda doğrudan izlemenin bulunmaması mıdır?. Bu soruyu yanıtlamaya çalışmadan önce, Avrupa, Japonya ve ABD’de hisse sahipliği ve kontrolün ayrılması sorununu gözden geçirmekte yarar vardır. Hisse senetlerinin bir elde yoğunlaşmış olması, hissedarlar ve yöneticiler arasındaki kanuni temsilci sorunlarını azaltır; hisse sahipliği (ve oy gücü) yoğunlaşması arttıkça, hissedarların yönetimi izlemeye alma isteği o ölçüde büyük olur.

Yoğunlaşmış oy blokları Avusturya, Fransa, Almanya, İtalya, Belçika, Hollanda ve İspanya gibi Kıta Avrupası ülkelerinin çoğunda yöneticileri kontrol etmenin temel aracıdır. Bu ülkelerde en büyük hissedar, oy gücünün ortalama yüzde 30-55’ini (Türkiye’de bu oran %44.7’dir) (Burçin Yurtoğlu 2001)⁹ elinde tutmaktadır. İngiltere’de ve özellikle ABD’de hisse sahipliği/oy gücü yoğunlaşması çok daha düşüktür ve en büyük hissedarların ortalama öz sermaye payları yüzde 20’nin altındadır. ABD’de hisse sahipliliğinin diğer ülkelerin çoğuna göre daha yayılmış olmasını büyük hisse sahipliğini caydıran siyasetle açıklamaktadır.

Kıta Avrupası ülkelerindeki yüksek hisse sahipliği yoğunlaşması sebebiyle çıkar çatışmasının ortaya çıkması ihtimali, çoğunluk (veya hatta süper çoğunluk) hissedarlar ile azınlık hissedarlar arasında en yüksektir. Bu büyük-küçük hissedar çatışmasına dönmeden önce, şirket sahiplerinin kontrol ettiği şirketlerin yöneticilerin kontrol ettiği şirketlerden gerçekten de daha karlı olup olmadıklarına dair yapılmış deneysel çalışmaların kısaca üzerinden geçilecektir.

⁹ Yurtoğlu B. (2001), “Turkey” in Gugler K.(eds), Corporate Governance and Economic Performance, Oxford University Press, ss. 176 – 183.

Yönetici [managerialist] hipotezi, yönetici kontrolündeki firmaların yöneticilerinin, kesinlikle karı azamileştiren davranışa girmelerinin, şirket sahiplerinin kontrolündeki firmaların yöneticilerinkinden daha az muhtemel olduğunu ileri sürer.

Şirket sahibinin kontrolündeki firmaların yöneticilerin kontrolündeki firmalardan daha karlı olup olmadıkları sorusuna ilişkin literatürde şimdiye kadar elde edilmiş sonuçların özeti sunulmaktadır. Hisse sahipliği/Mülkiyet yapısı ve performans arasındaki ilişkiye dair araştırmalar 1960'tan önce de yürütülmüş olmasına rağmen (örneğin, Berle ve Means, 1932)¹⁰, 1960'lardan ve 1970'lerden beri akademik araştırmalara konu olmuştur.

Sonuçlar genelde muğlak olmakla birlikte, çalışmaların çoğunluğu, şirket sahiplerinin kontrolünün karı artırıcı rolüne işaret etmektedir (Short 1994)¹¹.

Şirket sahibinin kontrol ettiği firmaların, yöneticilerin kontrol ettiği firmalardan daha iyi performans gösterdiklerini bulan çalışmalar arasında şunlar vardır:¹² Monsen, Chio ve Cooley (1968); Radice (1971); Boudreaux (1973); Palmer (1973); Stano (1976); Holl (1977, 1980); Steer and Cable (1978); Bothwell (1980); Levin ve Levin (1982); Cosh ve Hughes (1989); Zeckhauser ve Pound (1990); ve Leech and Leahy (1991).

¹⁰ Berle A. and G. Means (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, NewYork, Chicago Commerce Clearing House.

¹¹ Short,H. (1994), *Ownership, Control, Fin. Structure and Performance of Firms*, Journal of Economic Surveys, S. 8/3, ss. 203 – 249.

¹² Monsen R., J. S. Chiu and D. E. Cooley (1968), *The Effect of Separation of Ownership and Control on the Performance of the Large Firm*, Quarterly Journal Of Economics, S. 82, ss. 435 – 451.

- Radice H. K. (1971), *Control Type, Profitability and Growth in Large Firms*, Economic Journal, ss. 547-562.

- Boudreaux, K, J. (1973), *Managerialism and Risk-Return Performance*, Southern Economic Journal, ss.366-372.

- Palmer J., (1973), *The Profit-Performance Effects of the Separation of Ownership from Control in Large U.S. Industrial Corporations*, Bell Journal of Economics, 4, ss. 293 – 303.

- Stano M.(1976), *Monopoly Power , Ownership Control and Corporate Performance*, Bell Journal of Economics,7, ss. 672 – 679.

- Holl P.(1977) *Control Type and the Market for Corporate Control in Large U.S. Corporations*, Journal of Industrial Economics, 25, ss. 259 – 273.

- Holl P. (1980) *Control Type and the Market for Corporate Control: Reply*, Journal of Industrial Economics,S. 28/4, ss. 443 – 445.

- Steer P. and J. Cable (1978), *International Organisation and Profit*, Journal of Industrial Economics, 27, ss. 13 – 30.

- Bothwell,James I.(1980), *Profitability, Risk and the Separation of Ownership and Control*,Journal of Industrial Economics, S. 28/3, ss. 303 – 311.

- levin S.G.and S.L.Levin (1982), *Ownership and Control of Large Industrial Firms*, Review of Business and Economic Research, ss. 37 – 49.

- Cosh, A and A. Hughes(1989), *Ownership, Management Incentives and Company Performance*,University of Cambridge, Working Paper NO: 11 / 89.

- Zeckhauser R . J., J. Pound (1990), *Are Large Shareholders Effective Monitors ? An Investigation of Share Ownership and Corporate Performance*, in Hubbard ,University of Chicago Press, ss.149-180.

- leech D., J.leahy (1991), *Ownership Structure, Control Type Classification and the Performance of Large British Companies*, Economic Journal, 101 / 409, ss. 1418 – 1437.

Öte yandan, önemli bir fark tespit edemeyen çalışmalar arasında da şunlar vardır:¹³ Kamerschen (1968); Sorensen (1974); Holl (1975); Round (1976); Jacquemin ve Ghellinck (1980); Demsetz ve Lehn (1985); Holderness ve Sheehan (1988); Murali ve Welch (1989); Prowse (1992); Mikkelsen, Partch ve Shah (1997); ve Himmelberg, Hobbard ve Palia (1999). Jacquemin ve Ghellinck (1980), büyük Fransız firmaları için oluşturdıkları örnekte, karlılığın büyüklükle birlikte sadece aile kontrolündeki firmalarda arttığını, ailelerin kontrolunda olmayan firmalarda ise artmadığını bulmuşlardır. Ware (1975) ise yönetici kontrolündeki firmaların mal sahibinin kontrol ettiği firmalardan önemli ölçüde daha iyi performans gösterdiklerini bulmuştur.¹⁴

Yukarıdaki çalışmalarda kullanılan bağımlı değişkenlerin tümü, örneğin, net gelir/net varlık, öz sermaye getiri oranı, satıştaki büyüme veya Tobin'in Q 'su^(market value of the firm/net of tax replacement cost of existing assets) gibi firmanın performansını ölçen rasyolardır. Round (1976) (Avustralya); Jacquemin ve Ghellinck (1980) (Fransa); ve Prowse (1992) (Japonya) haricinde bütün çalışmalar ya ABD ya da İngiltere büyük firma örneklerini analiz ediyor. Bu çalışmalarda firmaların şirket sahibi kontrollü ve yönetici kontrollü şeklinde sınıflandırılması şu şekilde gerçekleşmiştir. Yüzde 5-10'u geçen tek bir öz sermaye/oy bloğu mevcut değilse, genellikle firmalar yönetici kontrollü olarak sınıflandırılmıştır. Hisse sahipliği ve oy hakları arasında hiçbir net ayrım yapılmamakta, dolayısıyla bu iki kavram arasındaki

¹³ Kamerschen D. R. (1968) , **The Influence of Ownership and Control on Profit Rates**, American Economic Review, 58, ss. 432 – 447.

- Sorensen R. (1974), **The Separation of Ownership and Control and Firm Performance**, Southern Economic Journal, 41, ss. 145 –148.

- Holl P. (1975) **Effect of Control Type on the Performance of the Firm in the U.K**, Journal of Industrial Economics, S. 23, ss.257 – 271.

- Round D. K. (1976), **The Effect of the Separation of Ownership and Control on Large Firm Profit Rates in Australia**, Rivista Internazionale Di Scienze Economiche e Commercial, 23, ss. 426 – 436.

- Jacquemin A, E. Ghellinck (1980) **Familial Control, Size and Performance in the Largest French Firms**, European Economic Review, S. 13, ss. 81-91.

- Demsetz, Harold and Kenneth Lehn (1985), **The Structure of Corporate Ownership**: Journal of Political Economy, 93/6, ss. 1155 – 1177.

- Holderness, Clifford G. and Dennis P.S. (1988), **The Role of Majority Shareholder in Publicly Held Corporations**, Journal of Financial Economics, 20, ss. 317 – 346.

- Murali R. and J. B. Welch (1989), **Agents, Owners, Control and Performance**, Journal of Business Finance and Accounting, S. 16 / 3, ss. 385 – 398.

- Prowse, Stephen (1992), **The Structure of Corporate Ownership in Japan**, Journal of Finance, ss. 1121-1140.

- Mikkelsen W. H., M. M. Partch, K. Shah (1997), **Ownership and Operating Performance of Companies that Go Public**, Journal of Financial Economics, S. 44, ss. 281 – 307.

- Himmelberg C. P., R. H. Glenn and Darius P. (1999), **Understanding the Determinants of Managerial Ownership and the Link btw Ownership and Performance**, Journal of Financial Economics, S. 53 / 3, ss.353 – 384.

¹⁴ Ware R. F. (1975), **Performance of Manager versus Owner - Controlled Firms in the Food and Beverage Industry**, Quarterly Review of Economics and Business, ss. 81 – 92.

farkların önemsiz olduğu ve “tek pay-bir oy” ilkesinin geçerli olduğu zımnen varsayılmaktadır.

Daha yakın dönemli çalışmalar, şirket sahibi kontrollü ve yönetici kontrollü firmalar arasındaki ayrıma daha az, hisse sahipliği yoğunlaşması ile yönetim ve yönetim kurulunun hisse sahipliğine ise daha çok odaklanmaktadır. Cosh ve Hughes (1989), 160 büyük İngiliz firmasını firma sahibi kontrollü ve yönetici kontrollü firmalar olarak ayırırken daha ayrıntılı ve ince ölçütler kullanmışlar. Yönetim kurulunun elindeki hisse bloğuna rakip bir hisse varlığı bulunup bulunmadığı ve bu rakip hisse varlığının bir ailenin, bir finans kurumunun elinde olup olmadığına ve yöneticilerin aldığı ücretlerin yapısına ilişkin bilgileri de kullanmışlar (hisse senedi geliri ile sabit ücret karşılaştırması, bunların mutlak ve göreceli büyüklükleri). Değişik zaman dilimlerini inceleyerek (1968-72; 1975-79; 1968-79), firma sahibi kontrollü firmaların biraz daha hızlı büyüdüklerini, daha karlı olduklarını, daha yüksek değerlenmiş sermaye paylarına ve hisse başına daha yüksek getiriye sahip olduklarını bulmuştur.

Zeckhauser ve Pound (1990), kurumsal yönetim düzenlemelerinin, sanayi dalından sanayi dalına farklı olduğunu vurguluyorlar. Onların varsayımı, izleyici olarak büyük hissedarların bulunduğu firmalarda yöneticilerin kısa vadeli bir bakış benimsemek yerine, gelecekte(uzun vadede) beklenen cari ve iskontolu karların toplamını azamileştirmeye daha fazla ilgilendikleri yolundadır. Diğer bir deyişle, yöneticinin kontrol ettiği şirketin performansı ile şirket sahibinin kontrol ettiği şirketin performansını karşılaştırırken farklı endüstrilerin farklı sonuçlar ortaya koyacağını belirtmektedirler. Zeckhauser ve Pound'un (1990) çalışmasında şirket sahibinin kontrol ettiği firmaların performansı(fiyat/kazanç rasyosu) geleneksel bir endüstride (low asset specificity(makine ve kağıt ürünleri gibi)) çok yüksek çıkmış fakat yüksek teknoloji gerektiren bir endüstride (high asset specificity (bilgisayar gibi)) performansta fark gözlenememiştir. Firmalar araştırma geliştirme harcaması/satışlar oranı %1 den yüksekse ileri teknoloji gerektiren firma olarak tanımlanmıştır. Likit olmayan borsa ve sermaye maliyetinin yüksekliği teknoloji gerektiren endüstrilerde yoğunlaşmış hisse sahipliğinin avantajlarını söylebilmektedir.

Yukarıdaki çalışmaların tümünde, hisse sahipliği (mülkiyet) ve karlılık değişkenleriyle ilgili bir dizi sorun vardır. Birincisi, blok hisse sahiplerinin kimliği bir fark yaratabilir. Bazı blok sahipleri pasif kalırken, bazıları aktif gözetimci olabilirler. Aynı öz sermaye yüzdesi, bu hisseler kimin sahip olduğuna bağlı olarak gözetim arzusunu farklı bir tarzda etkileyebilir. İkincisi, yöneticiler ve kurucular, başarılı firmalarda daha yüksek payları ellerinde bulunduruyorlarsa, nedenselliğin yönünü baştan belli olmayabilir. Böyle bir durumda, tersine nedensellik, daha iyi performansın daha yoğun hisse varlıklarına yol açtığı anlamına gelebilir.

Üçüncüsü, yöneticiler ve hissedarlar arasında kanuni temsilcilik sorunlarını kontrol etmenin bir dizi mekanizması vardır. Bu mekanizmalar etkileşime girebilirler ve bir mekanizmanın daha fazla kullanılması, firma performansı ile illa ki pozitif şekilde ilişkili olmayabilir.

Hisse sahiplerinin kontrolü ve kurumların performansı arasındaki ilişkinin işareti ve büyüklüğü sorusu, kuramsal ve deneysel olarak net olarak yanıtlanamıyor. Genelde kanıtlar, büyük hissedarların şirketlerde faal gözetimciler oldukları ve bunun kurumlar için faydalı etkiler getirdiği varsayımını destekliyor. Bu durum, yönetici değiştirilme oranına ilişkin çalışmalarla da doğrulanıyor. Örneğin, Gugler K.(2001)¹⁵, Alman firmalarında, büyük hissedarların bulunduğu yerlerde daha yüksek yönetici devir oranları buluyor. Japon firmaları için Kaplan ve Minton (1994) ve Kang ve Shivdasani (1995)¹⁶, büyük hissedarların bulunduğu firmalarda zayıf performansla ilgili olarak idari yer değiştirmenin daha çok yaşandığını buluyorlar.

Firmanın faaliyet gösterdiği sanayi kolu, doğrudan izlemenin verimliliğini etkilemektedir. Diğer kontrol mekanizmaları (örneğin, devralmalar ve prim sistemleri), bazı sanayilerde, örneğin hi tech endüstrilerde daha elverişli ve ucuz olabilirler.

Firmalar büyüdükçe ve olgunlaştıkça yönetim daha az gözetime tabi tutulur. Yani firmalar olgunlaştıkça firmanın performansını artırmak için kurumsal yönetim mekanizması daha önemli olmaktadır.

Şirket sahibinin kontrolü altındaki şirketin performansının yöneticinin kontrolü altındaki şirketin performansı ile karşılaştırırken piyasa rekabet durumu da önemli etken olmaktadır. Oligopol ve monopol piyasalarda yöneticinin hisse sahibinden daha fazla yararlanması rekabetin olduğu piyasaya göre yüksektir. O halde oligopol ve monopol piyasalarda kurumsal yönetime daha çok önem verilmelidir

Hisse sahiplerinin kontrol ettiği ve yöneticilerin kontrol ettiği firmaların ekonomik performansları arasında önemli fark sadece monopol ve oligopol piyasada beklenmelidir.

Böylece, kurumsal yönetim mevzuatı, rekabet ve anti-tekel kanunlarıyla ilişkili görüldüğü bir politika önermiş olması tavsiye edilmektedir. Firma, fiilen yöneticilerin kontrolündeysen ve serbest nakit akışı, örneğin tekelleri güç nedeniyle yüksekse, kötü yönetim ihtimali daha yüksektir. Firma geliştikçe, kurumsal yönetim daha da önem kazanmaktadır. Kurumsal kontrol başarısızlıkları ve/veya kötü yatırım kararları, yatırım fırsatları bolsa ve (serbestse)

¹⁵ Gugler K. (2001), a.g.e, s. 23

¹⁶ Kaplan, Steven, B. A. Minton (1994), *Appointments of Outsiders to Japanese Boards*, Journal of Financial Economics, S. 36 / 2, ss. 225 – 258.

- Kang J. K. and A. Shivdasani (1995), *Firm Performance, Corporate Governance and Top Executive Turnover in Japan*, Journal of Financial Economics, S. 38 / 1, ss. 29 – 58.

nakit akışı düşükse, hatta negatifse muhtemel değildir. Ama firma büyüdükçe, olgunlaştıkça ve yaşlandıkça, yatırım fırsatları, mevcut nakit akışının gerisine düşmeye başlar. Bununla ilişkili olarak, öz sermaye paylarının muhtemel seyrelmesi ve yayılmasıyla, kurumsal yönetimin iyi şirket performansını güvencelemedeki rolü güçleşir. Kurumsal kontrol başarısızlıklarının, olgun firmalarda ve/veya oligopol/tekel ortamlarında görülmesi ihtimali çok daha yüksektir.

Hisse sahibi-yöneticinin kimliği ve/veya hisse sahibi gözeticinin kimliği, muhtemelen önemlidir. Holding şirketleri, bankalar, kurumsal yatırımcılar, diğer finans dışı kurumlar ve hisse sahibi aileler, farklı ticari amaçlara sahip olabilirler.

2.2.2. Yoğunlaşmış Hisse Sahipliliğinin (concentrated ownership) Olumsuz Yönleri : Büyük Hissedarın Küçük Hissedarlardan Menfaat Sağlaması

Önceki bölümde, büyük hissedarların yönetimi denetlenmesinin firma performansını iyileştirebileceklerini gördük. Ama büyük blok sahipleri, şirket üzerinde artan nüfuzu nedeniyle kötü etkilere de yol açabilirler. Tabloda yoğunlaşmış oy gücünün ve yoğunlaşmış hisse sahipliliğinin olumlu ve olumsuz yönleri gösterilmişti. Büyük hissedarlar olmasının faydaları, nakit akışı ve kontrol çıkarlarının eşleşmesiyle ve doğrudan gözetimle ilişkilidir. Büyük hissedarların paralarını geri alacak güçleri vardır. Yatırımcıların ödediği maliyet, riski dağıtmanın ve likiditenin azalmasının yanında, rant çıkarma ve “yönetimin kendini sağlamlaştırmasıdır. Morck, Shleifer ve Vishny (1988a: 294), “yönetimin kendini sağlamlaştırmasını, “bir firmanın öz sermayesinin önemli bir kısmını kontrol eden bir yönetici, çekici bir maaşla firmada çalışmasını garanti etmeye yeterli oy gücüne veya nüfuza sahip olabilir” şeklinde tanımlamaktadırlar.¹⁷

Büyük hissedarların olması yönetim gözetimini iyileştirir ve firmanın performansını artırır. Ancak, kontrol eden büyük hissedarlar şirketi kendi özel çıkarı için kullanabilir. Bu özel çıkar azınlık hisse sahibine ve diğer menfaat sahiplerine zarar verebilir. Bu durum küçük yatırımcının sermaye koymasını engellemekte, derinliği olmayan borsa oluşmasına, risk dağıtımının düşmesine sebep olmaktadır. Büyük hissedarın veya kontrolü elinde bulunduranların ne kadar küçük hissedardan faydalandığını hesaplamak zordur. Kontrol eden ortağın küçük ortaktan menfaat sağlaması söz konusu ise o halde piyasanın “kontrolü “hisse senedi fiyatına katması gerekir. Bu durumda eşit kar dağıtan fakat farklı oy kullanma hakkı

¹⁷ Morck R., A. Shleifer, R. Vishny (1988a), *Management Ownership and Market Valuation*, Journal of Financial Economics, S. 20, ss. 293 – 315.

olan hisselerin fiyatları farklı olmalıdır. Potansiyel yararlanmayı ölçmenin bir yolu, normal ve tercihli (preferential) hisse senetlerinin getirilerini karşılaştırmaktır. Üstün oy gücüne sahip hisseler, daha yüksek bir primle işlem görüyorsa, kontrolden gelen özel faydalar, azınlık hissedarların zararına ortaya çıkıyor olabilir. Zingales (1994), İtalya'da, kontrolden yüksek özel faydalar elde edildiği anlamına gelebilecek büyük oy primi bulmuştur.¹⁸

Zingales (1994), İtalya için olağanüstü yüksek oy primi buluyor (yüzde 80 civarında) ve özel faydaların ortalama oranını firma değerinin yüzde 3'ü civarında ölçüyor. Zingales, kontrolden gelen bu özel faydaların İtalya'da bu kadar büyük olmasının sebebini, hukuk sisteminin bir kontrol konumunun sömürülmesini önlemekte çok etkisiz kalması olarak tahmin ediyor.

Yazarlar, yaşlı firmalar arasında (1950'den önce kurulmuş olanlar), kurucu ailenin yönetim kurulunda bulunmasının Tobin Q'sunu ortalama 0.147 ($t=1.91$) düşürdüğünü, oysa daha genç firmalar arasında (1950'den sonra kurulmuş) kurucu ailelerin varlığının Q'yu ortalama 0.47 ($t=2.02$) yükselttiğini buluyorlar. Bu da, "yaşlı" firmalardaki kurucuların (veya onların varislerinin), girişimci rollerini kaybetmiş olmalarına rağmen yerlerinden çıkarılamayacak kadar fazla yerleşmiş olduklarını göstermektedir.

Amerika ve İngiltere'de yapılan çalışmalarda düşük hisse sahipliği yoğunluğu olan şirketlerde performans yoğunluk arttıkça artıyor fakat yoğunluk seviyesi artmaya devam ettikçe performans düşmeye başladığı tesbit edilmiştir (Mc Connel ve Servaes 1990).¹⁹

Büyük yatırımcılar tarafından faydalanma, sadece servetin doğrudan yeniden dağıtılması aracılığıyla değil, ayrıca yöneticilerin, çalışanların ve azınlık hissedarların teşviklerine olumsuz etkiler yoluyla da diğer pay sahiplerine zararlı olabilir. Firmaya özgü yatırımları azalabilir. Örneğin büyük hissedarlar, azınlık hissedarlardan faydalanmaya çalışırsa, azınlık yatırımcıların da, her şeyden önce dış finans sağlama teşvikleri azalmış olur. Sonuçta küçük ve likit olmayan menkul kıymet piyasaları ortaya çıkar.

İngiltere, İsviçre, İsveç ve ABD gibi yatırımcıların yüksek derecede korunduğu ülkelerdeki borsaların, Avusturya, İtalya, İspanya ve Almanya gibi azınlık hissedarların korunmasının zayıf olduğu ülkelere göre çok daha büyük bir rol oynadığını göstermektedir. Azınlık hissedarlardan yararlanma kanunlarla sınırlandırıldığında, yatırımcılar daha yüksek getiriler bekliyor ve hisseler için daha fazla ödemeye yapmaya hazır oluyorlar. Bu durum

¹⁸ Zingales, Luigi (1994), *The Value of the Voting Right. A Study of Milan Exchange*, Review of Financial Studies, S. 7, ss.125 – 148.

¹⁹ Mc Connel J. J. and H. Servaes (1990), *Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value*, Journal of Financial Economics, S. 27, ss. 595 – 612.

kontrol eden hissedarların kendi paylarını azaltmalarına ve/veya kontrolü bırakmalarına yol açmaktadır (La Porta, et al 1998).²⁰

Küçük ve likit olmayan borsalar, - ikame finans kaynakları (iç veya dış), optimal ve karma bir yatırım düzeyine yol açıyorsa ve - diğer gözetim yöntemleri, piyasa denetiminin yerini alıyorsa (örneğin büyük hissedarlar) büyük bir kaygı konusu oluşturmayabilir. Ama banka kredilerinin, bütün yatırım türleri için halka arz yoluyla finansmanın uygun bir ikamesi olup olmadığına ilişkin kuşklar bulunmaktadır. Özellikle de, teknolojik mallara yatırım (örneğin AR-GE yatırımı), dış finansmanın ana kaynağının borç olması halinde olumsuz etkilenebilir.

Long ve Malitz'in (1985) ve Bradley, Jarrel ve Kim'in (1984) çalışmaları, firma düzeyinde borç/sermaye oranıyla AR-GE faaliyeti arasında negatif bir korelasyon saptıyorlar.

²¹ Borsa kapitilizasyonunun, AR-GE/GSYİH rasyosu üzerinde önemli bir pozitif etkisi vardır. Bu OLS regresyonuna göre, bir ülkenin borsasının 10 yüzde puanı "derinleşmesi", AR-GE rasyosunu 0.12 yüzde puanı yükseltiyor. Öyle görünüyor ki, risk sermayesi olan ve sermaye piyasası derin olan ülkeler, yeni teknolojiye, gelecekteki üretkenliğe ve büyümeye daha fazla yatırım yapabiliyorlar.

Literatür, hakim büyük hissedarlar ve diğer hisse/pay sahipleri arasında potansiyel çıkar çatışmaları bulunduğunu genelde desteklemektedir. Hisse sahipliği yapısı ve ayrıca yatırımcının korunmasına ilişkin haklar (La Porta, et al 1997), bu çatışmanın muhtemel belirleyenleridir.²²

Ana soru, büyük hissedarların, yönetimin etkin gözetimcisi olarak (bir kamu faydası sağlayarak) elde edecekleri faydaları artırmak için şirketler hukukunun ve yönetim kurallarının nasıl tasarlanması gerektiği ve aynı zamanda da, bunların, kontrol edenin aşırı özel faydalar çıkarmalarını önleyerek, küçük ve azınlık hissedarları şirket hisselerine yatırım yapmaya teşvik etmektir. Bir örnek olarak, oy hakkı getirmeyen hisseler, hem kontrolde kalmanın, hem de dış öz sermaye toplamanın düşük maliyetli bir yolu olduğu halde hissedardan yararlanmaya yol açan bir yöntemdir. Bu nedenle, en iyi politika oy hakkı

²⁰ La Porta R., F. Silanes, A. Shleifer, R. Vishny (1998), *Law and Finance*, Journal of Political Economy, S. 106, ss. 1113-1155.

²¹ Long M. and I. Malitz (1985), *The Investment-Financing Nexus*, Midland Corporate Finance Journal, S. 3, ss. 53 – 59.

- Bradley M., G. Jarrel and E. H. Kim (1984), *On the Existence of an Optimal Capital Structure*: Journal of Finance, S. 39, ss. 857-878.

²² La Porta R., F. Silanes, A. Shleifer, R. Vishny (1997), *Legal Determinants of External Finance*, Journal Of Finance, S. 52 / 3, ss. 1131-1150.

getirmeyen hisselerin çıkarılmasına (kısıtlı olarak) izin vermek, ama aynı zamanda da, küçük hissedardan yararlanma ortaya çıktığı takdirde adilane bir şekilde haklarını tazmin edilebilmeleri için azınlık hissedarlara etkin adli araçlar ve yetkiler vermektir. Bir yasal tazmin hakkı olarak, ABD’de olduğu gibi azınlık hissedarların toplu davalar açabilmelerine olanak sağlanabilir. Temettü dağıtmak zorunlu olabilir. Benzer şekilde, yüksek muhasebe standartları, menkul kıymet piyasalarına yatırımda kendilerini rahat hissetmeleri için küçük hissedarlara gerekli şeffaflığı sağlayabilir. Piramit gruplara, hisse sahipliği yapısı ve oy hakları için beyan zorunlu hale getirilmeli ve uygulama katı olmalıdır. Bazı Avrupa ülkelerindeki son dönem kanun değişiklikleri, azınlık hissedarları güçlendirmeye ve korumaya doğru yönelmektedir.

3. KURUMSAL YÖNETİM OKULLARI

Farklı kurumsal yönetim sistemlerini savunan okulların görüşleri ve tek tip kurumsal yönetim sisteminde birleşme olup olmayacağı tartışılmaktadır.

3.1. Standart Okul

Bu okulun temel tezi milli ekonomilerin ve sermaye piyasalarının globalleşmesi sebebiyle kurumsal yönetim sistemini bir standart modelde birleştirmektir. Bu standart modelin nasıl olacağı henüz bilinmemektedir. Standart okul ikiye ayrılmaktadır. Birincisi piyasa kökenli (outsider sistem) sistemdir. İkincisi farklı kurumsal yönetim sistemlerinin iyi yönleri temel alınarak oluşturulan melez (hybrid) sistemdir. Piyasa kökenli standart okul piyasa perspektifinden uyumlu tek modelde birleşileceği düşüncesine odaklanır. Bu sistemin taraftarlarına göre, piyasa kurumsal yönetimi en optimum formatına getirecek tek faktördür. Piyasa kökenli sistem en iyi yönetim sistemi olarak ortaya çıkacak ve rakip olabilecek başka bir model olmayacaktır. Piyasa güçlerinin baskısı hisse sahibini merkeze oturtmaktadır. Toplumun tamamının çıkarı için en iyi yönetim sisteminin yöneticilerin sadece hisse sahiplerinin çıkarını kollayan model olduğuna inanır. Sermaye piyasasının firmaların ve ülkelerin gelişiminde önemli rol oynadığına inanırlar. Bu sebeple outsider sistem tüm tarafların servetini daha fazla artırır. Hisse sahibinin varlığı şirketin piyasa değeri ile ölçülür. Ancak piyasa değeri piyasanın likiditesinden etkilenmektedir. Kontrol eden hissedarların hakim olduğu piyasalarda küçük ve likit olmayan bir borsa oluşur. Gugler(2001) borsa

kapitalizasyonunun ar-ge yatirimini önemli ölçüde etkilediğini çalışmalarında bulmuştur.²³ Ar-ge / GSMH oranı borsa %10 derinleştiğinde %0.12 artmaktadır. İyi gelişmiş sermaye piyasası olan ölkelerde yeni teknolojiye, verimliliğe yatırım teşvik edilir. Global ve uluslar arası olma eğilimi farklı ölkelerin firmalarının birbiri ile rekabet eder duruma getirmiştir. Bu sistemde firmaların sermaye piyasasına düşük maliyetle ulaşması ve verimsiz yatırımlardan hemen vazgeçilmesi bakımlarından önemli avantajlar elde ettiği gözlemlenmektedir.

3.2. Hybrid(melez) Standart Okulu

Bu modelde global rekabet sebebiyle bir noktada birleşme olacağına fakat piyasa kökenli modelin tersine iki ana kurumsal yönetim sisteminin (insider&outsider) eşit koşullarda bir melez sistem yaratacağına inanılır. Kurumsal yönetim sistemlerinin bölünebilir olduğına inanılır. Bir sistemin parçası ayrılabilir ve ters etki yaratmadan diğeri sisteme uygun hale getirilebilir. Berghe (2002) uluslar arası olmanın etkisiyle iki ana sistemin her biri (insider&outsider) diğeri için avantajlı olduğı yönleri almaya çalışacaktır.²⁴ Bu durum insider sistemi daha piyasa kökenli olmasına ve outsider sistemi daha yoğun hisse sahipliğine doğru yönelterek istikrarlı, uzun dönemli taahhütlere yer vermesine vesile olacaktır. Sonuç olarak, insider ve outsider sistemlerin bir noktada buluşması en iyi melez uygulamayı ortaya çıkaracaktır. Melez sistemde birleşme bir çok çevrede destek bulmaktadır. Dolaylı olarak bir çok kurumsal yönetim tebliğ ve tavsiyeleri melez sistemde birleşmeyi işaret ediyor. Ortak mekanizmalar şunlar olabilir; yönetim kurulu yapısı ve kompozisyonu, bağımsız yönetim kurulu üyesi, kamunun aydınlatılması ve şeffaflık, hesap verilebilirlik, hukuki çerçeve vb. Danışmanlık firmaları da firmaları melez sisteme yönlendirmektedir.

3.3. Çeşitlilik (diversity) Okulu

Bu okulun hipotezi standartlaşma yerine farklılaşma üzerine oluşturulmuştur. Bu farklılaşmanın temel belirleyici özellikleri kanuni temsilci (agency) problemleridir. Bu okul outsider sistemin en iyi sistem olduğunu melez standart okula göre daha yüksek sesle red etmektedir. Ayrıca, sistemin dengesini bozmadan her sistemin avantajlı kısmını benimsemenin doğru olmayacağını savunmaktadır. Outsider sistemin üstünlüğüne yönelik

²³ Gugler K.(2001), a.g.e., s.29.

²⁴ Berghe, L.Van Den (2002), a.g.e. s.16.

çeşitlilik okulunun eleştirileri mevcuttur. Roe (2000) Amerikan politika yapıcılarının şirketin kontrolünü elinde bulunduran hissedar yaratmayı istemediğinden dolayı hisselerin çok sayıda farklı kişide olmasını özellikle teşvik ettiğini bu sebeple de Amerikan (outsider) sisteminin üstünlüğünün tartışmalı olduğunu belirtmiştir.²⁵ Her ülkenin farklı kurumsal yönetim hukuki alt yapısı mevcuttur. Bankacılık, işçi, vergi, rekabet, alanlarındaki hukuki düzenlemeler ülkeden ülkeye değişmektedir. Globalleşme karşıtları outsider sistemin üstünlüğünü sürekli eleştirmekte ve farklı gelişme seviyesindeki ülkelere Anglo Saxon kapitalist modelini empoze etmenin doğru olmadığını belirtmektedirler. Bir tek outsider sistem olduğu da tartışılmaktadır. Outsider sistemin iki temsilcisi İngiltere ve Amerika'nın düzenlemeler açısından farklılıklarını ve iki ülkenin birbirinden uzaklaşan noktalarını detaylandırmaktadır(Berghe 2002) .²⁶ İngiltere çok sayıda küçük ortaklı şirketlerin olduğu bir ülke gibi algılsa da, küçük hissedarlar bir araya gelip işbirliği yapabilmektedir. Bir araya gelebilmek İngiltere'de Amerika' ya göre daha kolaydır. Ayrıca, kurumsal yatırımcılar beraber davranıp kontrolü ele geçirebilmektedirler. Bu şekilde düşünecek olursak İngiltere'deki sistem kıta Avrupa'sındaki block-holder sistemine daha yakındır. İngiltere'de Amerika'ya göre daha az sayıda icracı olmayan direktör vardır. Direktörlerle ilgili zorunlu vazifeleri etkin kılacak güç yetersizdir. Direktörler danışman gibi çalışıp gözetim görevini layıkıyla yerine getirmezler. Amerika'da daha çok direktörlerle ilgili zorunlu görevler vardır ve direktörler görevini yerine getirmediği takdirde onları dava edebilmek mümkündür. İngiltere ve Amerika yatırımcının korunması açısından da farklılık gösterir. İngiltere azınlık haklarının korunması açısından en gelişmiş ülke olarak bilinir (pro-rata hakkı Amerika da ender görünür). Amerika' da piyasanın gözetim görevini yerine getirdiği ve başarılı firmaları ödüllendirip, başarısız firmaları ise başka firmalar tarafından devir alınacağı hususunda kanaat mevcuttur. Oysa Amerika' da bir şirketin başka bir şirket tarafından alınmasını kolaylaştıracak hukuki alt yapı yoktur. Tersine, eyalet bazında düzenlemeler satın almaları zorlaştırmıştır. Bu durum İngiltere'de tamamiyle farklıdır. Amerikan firmalarının İngiliz firmalarına göre satın almayı zorlaştıran savunma mekanizması (takeover defense mechanism) daha güçlüdür. Amerika ve İngiltere'de tüm firmalara uyacak tek tip kurumsal yönetim modeli yoktur. Yeni ekonomi şirketleri ve network ortaklıkları ortaya çıktıkça farklı yönetim sistemleri gündeme gelecektir.

²⁵ Roe M. J. (2000), *Political Foundations for Separating Ownership from Control*, Stanford Law Review, 53, ss. 539-606.

²⁶ Berghe, L.Van Den(2002), a.g.e., s.18.

3.4. Melez (hybrid) Standart Okula Karşı Görüşler

Farklı kurumsal yönetim modelleri şirketler hukuku ve sermaye piyasası kanunu gibi düzenlemelerdeki farklılıktan etkilenirler. Hukuki yapıdaki farklılık kültür ve tarihi süreçteki farklılıkları yansıtır. Bu farklılıkların kayda değer sonuçları vardır. Düzenlemeler/kanunlar şirket sahipliği ve kontrol arasındaki ilişkiye ilave olarak kontrol etme şeklini de gözle görülür bir şekilde etkiler. Bu sebeple her modelin avantajlı kısmını kullanıp yeni bir model oluşturmak dengeyi bozar. Hukuki sistemin farklılığı şu örnekle açıklanabilir. İngiltere’de kıta Avrupa’ sında olduğu gibi limited şirket kurarken minimum sermaye koyma zorunluluğu yoktur. İngiltere’de şirketi batmaktan kurtarmanın yolu kalmamışsa fakat yönetici/direktörler bu şirketi çalıştırmaya ve zararın artmasına sebep veriyorsa, bu halde yönetici ve ortaklar kendi mal varlığı ile katkıda bulunmak zorundadır. Yani limited şirket avantajı olan sermaye ile sorumluluk ortadan kalkmaktadır. Kurumsal yönetim için hukuki sistem önemlidir. Şirketler faaliyet gösterdikleri hukuki sistemin sınırları çerçevesinde işgal konularını devam ettireceklerdir. Sonuç olarak, hukuki sistemin, sermaye piyasasının, piyasanın kontrol mekanizmasının ve kurumsal yatırımcının kalitesi kanuni temsilcilik (agency) ilişkisini etkileyecektir. Her ülkede hem outsider hem de insider sisteme dahil olan şirketler mevcuttur. Bu sebeple her ülkenin şirketler hukuku farklıdır. O halde standart okuldaki problem şudur; eğer sadece outsider sisteme ait problemlere çare olmuş hukuki sisteme kayma söz konusu olursa, o halde insider sisteme uygun firmaları göz ardı etmiş olursunuz. Bugün gerçek sorun bir kural seti ile birçok problemi çözmenin yolunu bulmaktır.

Mc Kinsey ‘den Herbert Hensler dünyada 48 iş kolunu mukayese edip, şu sonuca varmıştır; Avrupalı firmalar daha çok geleneksel sektörlerde (inşaat, endüstriyel ekipmanlar vb) faaliyet göstermektedirler. Bunun tersine Amerikan şirketleri “yeni ekonomi” sektöründe faaliyet göstermektedir. Mc Kinsey sermaye piyasaları yolu ile fon yaratmanın bu farklı sonuca ulaşmada etken olduğunu belirtmektedir.²⁷ Berghe (2002) kamunun aydınlatılması ve şeffaflık hızlı büyüyen, hisse senedi piyasasına bağımlı, yetenekli iş gücüne bağımlı, arge nin önemli olduğu firmalarda çok önemli olduğunu ve şeffaflığın büyüme üzerinde kontrolden daha etkili olduğunu belirtmiştir.²⁸

Kurumsal yönetim yapısı kurumsal strateji ile ilgilidir. Kurumsal yönetim yapısının iş stratejisinin gerçekleşmesini engelleyebileceğini açıkça gösterdi. Örneğin, Belçika şirketleri doğru kurumsal yönetim aracını bulamamasından ötürü büyüme stratejilerini gerçekleştirecek

²⁷ McKinsey and Co(2000), **Investor Protection Survey**.

²⁸ Berghe, L. Van Den (2002) , a.g.e. ss.24 – 26.

kaynağa ulaşamamaktadır. Belçikalı şirketler kendi yarattıkları nakit ile büyümeyi tercih ederler.

Ülkenin sosyalist sistemi veya halka açılmayı teşvik eden kapitalist sistemi tercih etmesi kurumsal yönetimi etkilemektedir. Politik indeksin çok sayıda küçük hisse sahipliği arasında en üst seviyede korelasyon olduğunu tespit etmiştir. GSMH ve nüfus ile de çok sayıda küçük hisse sahipliği arasında da politik indeks kadar güçlü bir korelasyon olmasa da istatistiki olarak kabul edilebilir bir sonuç ortaya çıkmıştır. Multivariate analizi hisse sahipliği yapısında değişimin %45 ini politik indeksin açıkladığını göstermiştir.

4. KURUMSAL YÖNETİMİN STANDARTLAŞMASINDA ETKİLİ OLAN FAKTÖRLER

4.1. Kurumsal Finansmanda Sermaye Piyasasının Rolü

Sermaye piyasaları şirketlerin fonlaması açısından her geçen gün daha önemli bir araç olmaktadır. Kıta Avrupası'ndaki şirketlerde Amerika ve İngiltere'deki şirketler kadar bu aracı kullandıkları gözlemlenmektedir? Hollanda ve İsviçre şirketlerinin piyasa kapitilizasyon/GSMH oranları ciddi bir şekilde yükselirken, büyük firmaları yabancılar tarafından satın alınan Belçika'nın piyasa kap/GSMH oranı düşmüştür. Küçük ve orta ölçekli firmaların halka açılmaları bu düşüşü karşılamamıştır. Farklı ülke borsalarının birleşmesi veya bütünleşmesi kurumsal yönetim standartlarının giderek birbirine yaklaşmasına zorlamaktadır. Borsa yatırımcılara şirket hakkında şeffaf finansal bilgiye ulaşmasında ve bazı temel kurumsal yönetim standartlarını oturtmak için önemli rol oynar. Borsaların birleşmesi gibi gelişmeler sermaye arayışında olan firmaları uluslararası yönetim ve kamuyu aydınlatma standartlarına uymaya zorlamaktadır. Örneğin, Amsterdam, Paris, Brüksel borsaları Euronext' i oluşturmak için konsolide oldular. Sonra bu gruba Porto borsası da katıldı. Konsolidasyon furyası devam edip, Euronext London International Financial Futures and Options Exchange' i satın aldı. Bu değişim büyük şirketlerin birden fazla borsada kote olması sonucunu doğurdu. Bu hızlı ve piyasanın sürüklediği evrimlere kanun ve düzenlemeler, denetim prensipleri vb. uyum sağladı denilemez. Bu globalleşme akımı ulusal kanunlar, düzenlemeler vb. tarafından yavaşlatıldı. Hali hazırda Avrupa da 30 dan fazla borsa ve bu borsaların kendilerine özgü sermaye piyasası kuralları mevcuttur. 2000 yılında "akıl adamlar" komitesi kurularak bu tür problemlerin analiz edilmesi ve muhtemel çareler aranması öngörüldü. Bu çalışmanın başlaması Avrupa finansal piyasa organizasyonlarının düzenlemeleri bir noktada buluşturmayı teşvik edebilir.

Uluslar arası perspektiften baktığımızda şirketlerin ortaklık yapısında ciddi farklılıklar vardır. Önemli fark kıta Avrupası'nda hakim olan insider sistem ve Anglo Saxon piyasa kökenli outsider sistem arasındadır. Fakat Avrupa' da bile çeşitlilik hakimdir. Son on yılda özellikle Fransa, İspanya, ve daha az derecede Almanya'da ortaklık yapısında önemli kaymalar gerçekleşmiştir. Ortaklık yapısında bir noktada birleşme yerine uzaklaşma görülmektedir. Bu uzaklaşma kıta Avrupa' sı şirketlerinin Anglo Amerikan kapitalizmine yönelmesinin işareti olarak yorumlanmaktadır. Bu Avrupa içinde bir noktadan uzaklaşmaya fakat globalleşme açısından bir noktada birleşme anlamına gelmektedir. İtalya ve Belçika'da bir çok şirketin hissedarı finans-dışı sektördür. Finans-dışı sektör daha az Almanya'da olmak üzere en önemli yatırımcıdır. 1990'lerden başlayarak Alman finans sektörünün Alman şirketlerinde hissedar olarak önemi artmıştır. Yabancı yatırımcılar (önemi gitgide azalmakla beraber) Hollanda şirketlerinde en büyük hissedarlardır. Yabancı yatırımcılar Fransız ve İspanyol şirketlerinde önemli hissedar kategorisini oluşturmaktadır. Önemli fark İngiltere ve Amerika' da ki bireysel yatırımcının hissedar olarak oynadığı rolde yatmaktadır(Amerikan şirketlerinin %42 sini, İngiliz şirketlerinin %15 ini temsil etmektedir). Hisselerin belli kişilerin elinde yoğunlaşması insider sistemin bir özelliğidir. Hisselerin küçük çok sayıda kişinin elinde bulunması outsider sistemin bir özelliğidir. Likit borsa için hisselerin küçük çok sayıda kişiye bölünmesi ön koşuldur. Geleneksel insider sistem Avrupa' da biraz da olsa gücünü yitirmektedir. Şirketlerin ortaklık yapılarının birbirine yaklaşması kurumsal yönetim sistemlerinin bir noktada birleşmesinde önemli bir itici güç olmaktadır.

4.2. Coğrafya Bakımından Farklılıklar

Borsaya kote şirketler Almanya, Belçika, İtalya ve Avusturya gibi ülkelerde en büyük hissedar tarafından kontrol edilirler. Hollanda, İsviçre ve İspanya'da da en büyük hissedar genel kurullarda ciddi etkiye ve kontrol gücüne sahiptir. Kıta Avrupasında kontrolün yoğunlaşmasının nedeni en büyük hissedarın etkisinin yanı sıra küçük hissedarların blok oluşturmamasından kaynaklanmaktadır. İngiltere'de ve Amerika' da borsaya kote şirketlerin hisseleri bir çok küçük yatırımcıya dağılmıştır ve gerçek Berle Means firmalardır. Fakat her iki ülkenin kontrol yapısı önemli farklılıklar gösterir. Bir çok İngiliz şirketi eşit hisseli kişilerin koalisyonu tarafından kontrol edilir. İngiltere' de oluşturulan bloklar Amerika'da oluşturulan blokların iki katıdır(%10 karşı %5).

4.3. Firma Perspektifinden Kaynaklanan Farklılıklar

Farklı yönetim modellerinin var olmasının nedeninin açıklanmasında önemli bir faktör firmanın büyüklüğüdür. Şirketlerin hisselerinin belli kişilerde yoğunlaşması veya bir çok küçük yatırımcıya dağılması yani hisse yoğunlaşması profili farklı büyüklükteki firmalarda farklı gözlemlenmektedir. Büyük ölçekli firmaların kaynak ihtiyacı da büyük olmaktadır. Hisse payının değerinin artması hisselerdeki yoğunlaşmayı azaltmaktadır. Büyük şirketlerde ana hissedarın payı ortalama hisse sayısında ya da biraz üzerindedir. Amerika'daki ve Avrupa'daki bütün araştırmalar aynı sonucu vermektedir.

Insider sistemin özelliği işlem hacmindeki düşüklüktür. Yine bu sistemin olumsuz bir özelliği likit olmayan bir sermaye piyasası yaratması iken outsider sistemin olumlu özelliği derin ve likit borsa yaratmasıdır. Insider sistemde yatırımcının davranışı günlük değil daha uzun vadeli. Bu sistemde yatırımcı senedi uzun süre elinde tutar. Bu sebeple likidite düşüktür. Anglo Saxon sistemde bu durum tam tersine yatırım fonları bile günlük işlem yapmaktadır. Yatırımcının hisse senedini elinde tutması insider sisteme göre daha kısadır. Bu durum daha likit piyasa yaratmaktadır.

4.4. Hukuki Ortamın Kalitesi

Hukuki ortamın kalitesi firmaların dış finans/kaynak sağlamasında önemli bir etkiye sahiptir. Daha iyi hukuki koruma finans sağlayanları girişimcilere daha uygun şartlarda para vermeyi teşvik eder. Hukuki çerçeve sermaye piyasasının büyüklüğünde de önemli bir etkidir. Yatırımcıyı az koruyan ülkelerin daha küçük, likit olmayan sermaye (hisse senedi ve tahvil) piyasaları vardır. Daha hızlı büyüyen ülkelerin daha yüksek kapitilizasyonlu borsası olduğundan finans sağlayıcıların korunması ve hisse sahibinin haklarının kalitesini dikkate almak çok önemlidir. Geleneksel İngiliz hukuku(common law) uygulayan ülkeler, şirketlere hisse senedi yoluyla kaynak yaratmada medeni hukuk ülkelerine göre daha iyi imkan tanır. Geleneksel İngiliz hukukunu benimseyen ülkelerde hisse sahibini koruyan kanun paketleri mevcuttur. Hiçbir geleneksel İngiliz hukukunu benimseyen ülkede genel ortaklar toplantısı öncesinde hisselerin depozit edilmesi gerekmemektedir. Bu durum medeni hukuku benimseyen ülkelerde daha karışıktır. Fransa medeni hukuku benimseyen ülkeler arasında hisse sahiplerine en kötü korumayı sağlar. İlave olarak var olan kanunların uygulanma kalitesi de kanundaki kalitesizliğin açığını giderememiştir. Azınlık hissedarların hakları ne kadar çok korunursa daha büyük hisse senedi piyasası oluşur. Geleneksel İngiliz hukukunu benimseyen

lkeler en yüksek derecede azınlık hisselerini koruyan ülkelerdir. Bunun sonucu olarak bu ülkelerde daha çok borsaya kote irket mevcut olup kişi başına en yüksek halka arz rakamına sahiptir. Yatırımcıyı az koruyan ülkelerde hisseler belli kişilerin elinde toplanmıştır.

İki rekabet halindeki hipotez, hisse sahibi haklarını etkileyen düzenlemelerin dinamiğine işaret etmektedir. Diversity(eşitlilik) okuluna ait hipotez; kanun ve düzenlemeler daha önceki koşullara göre yavaş yavaş şekil aldığını savunur. şirketler hukuku birkaç önemli değişiklik geçirmiş ve bir noktada birleşme gözlenememiştir. Kontrol eden hisse sahibi azınlık haklarını geliştiren hukuki düzenlemeleri desteklememiştir. Tam tersine aleyhine lobi yapmıştır. Azınlık hissedarlarının haklarının korunması veya geliştirilmesi kontrolün güçlü ortaktan azınlık ortağa aktarılması anlamına gelmektedir. şirketler hukuku tüm ülkelerde birbirine uyumlu hale getirilse bile diğer hukuki kurallar ve kurumsal sınırlamalar bir noktada birleşmenin önünde engel teşkil edecektir.

Standart okulun hipotezi; bir noktada buluşma bir ulusal kanun seviyesinde gerçekleşmeyip, farklı bir uluslar üstü kanun/düzenleme seviyesinde oluşacağını ermektedir. OECD prensipleri en iyi uluslar üstü bir girişimin sonucunda oluşmuştur. OECD Kurumsal Yönetim Prensipleri ye ve ye olmayan hkmetlere hukuki, kurumsal düzenlemeleri geliştirmesine yardımcı olması için tasarlanmıştır. Bu prensipler özellikle küçük hisse sahibinin korunması gibi iyi kurumsal yönetim geliştirme sürecinde rol alan borsa, yatırımcı, şirket ve diğer oyuncular için rehberlik görevi görür. OECD prensiplerinin bağlayıcı bir özelliği yoktur. Prensiplerin direk etkisi yoktur. Ancak, OECD erevesi en azından borsaya kote şirketler için bir global birleşme temelinin referansı olmaktadır. Kurumsal yönetimi iyileştirmek için millet ve milletlerarası seviyede prensipler belirlenmektedir. rnek , İngiltere'nin Cadbury report 1992 ve Greenbury ve Hampel report 1995-1998, Fransa'nın French Rapports Vienot I ve II 1995-1999, Amerika'nın Statement on Corp.Gov. of the American Business Roundtable 1997, OECD lkelerinin OECD Principles of Corporate Governance , Almanya 'nın the Berlin Initiative Group German Code of Corporate Governance. , Corporate Governance Principles of European Association of Securities(EASD), the Turnbull Report, Blue Ribbon Committe Report, Almanların Grundsatzkommission for Corporate Governance ilave olarak Almanların German Law of 1998 on Control and Transparency (KonTraG) , Amerikalıların Sarbanes- Oxley Act , coso report kurumsal yönetim hususunda düzenlenmiş önemli nc ülkeler tarafından benimsenmiş prensiplerdir.

Cadbury ve Greenbury komitesi yönetim kurullarında yer alan kişilerin yarısının işin içinde olan kişilerden oluşmasını diğer yarısının ise icraata karışmayan kişilerden olmasını öneriyor. Çıkar çatışması olabilecek hususları icraatın içinden olmayan yönetim kurulu üyelerinin sorumluluğunda olması istenmektedir. CEO ve yönetim kurulu başkanının aynı kişiler olmamasını önerilmektedir. Gözetimin önemini ön plana çıkarıp, denetim komitesi kurulmasını ve başkanın bağımsız(icracı olmayan) bir yönetim kurulu üyesi olması öneriliyor. İç denetimin (blue ribbon commitee) ve iç kontrolün(coso) ve dış denetimin standartları belirleniyor. Örneğin dış denetçinin birkaç senede bir değiştirilmesi öneriliyor. Bunun yanı sıra danışmanlık hizmeti alınan dış denetim firmasına denetim görevi verilmesi öneriliyor. İlave olarak bir dış denetim firmasının cirosunun belli bir yüzdesi bir tek müşteriden kaynaklanmaması gerekiyor.

4.5. Kurumsal Yönetimde Aktif Hisse Sahipleri ve Kurumsal Yatırımcılar

Kurumsal yatırımcıların artan etkisi iyi kurumsal yönetim uygulamaları için önem arz etmektedir. Aktif hisse sahibi outsider sistemin bir özelliğidir. Genel inanç aktif hisse senedi sahipliğinin globalleşme yolunda olmasıdır. Ekonomilerin globalleşmesinden dolayı ve kurumsal yatırımcı için yatırım kurallarının düzenlenmesi, kurumsal yatırımcıların portföylerini uluslar arası seviyede dağıtmalarına sebebiyet vermiştir. Bu eğilimin İngiltere ve Amerika dışında da kurumsal yönetimi aktif hale getireceği beklenmektedir. Ortaklık yapısı analizi bu durumu bir nebze teyit etmektedir. Ancak, kıta Avrupasında hisse sahiplerinin daha az aktif olduğu gözlenmektedir. İlk önce kurumsal yöneticiler şirket yöneticileri ile yüz yüze görüşmektedirler. İlave olarak yatırımcılar yıllık genel hissedarlar toplantısına daha az direk olarak katılmaktadırlar. Hisse sahipliği uluslar arası bir çehre aldığına yıllık genel toplantılara katılım azalmaktadır. Kıta Avrupası'nda hisse sahiplerinin globalleşen etkisi genellikle kamuyu aydınlatma üzerine olmaktadır.

4.6. Piyasanın Şirketleri Kontrol Etmesi ve Satın Almayı Zorlaştıran (anti take over mechanism) Mekanizmalar

İngiltere ve Amerika'da kurumsal yapılanmada satın almalar önemli bir araçtır. Veriler satın alma/devir uygulamalarında bir noktada buluşmayı teyit etmemektedir. Hasmane satın almalar karşı savunma mekanizmaları bir çok tartışmanın konusu olmuştur. Avrupa ülkelerinde satın alma ve devri zorlaştıran savunma mekanizmaları (antitakeover mech)

Amerika'dakilere göre oldukça farklıdır. Avrupa Birliği sayesinde, Avrupa komisyonu yatırımcıyı korumak ve kurumsal satın alma kurallarını uyumlaştırmak için önlemler almıştır. Senelerdir süren çabalara rağmen ulusal savunma mekanizma (antitakeover) provizyonları hala devam etmektedir ve farklılıklar göstermektedir. Şirket kontrolünün aktarılmasında Avrupa Birliği ülkelerinde hisse sahipleri eşit seviyede korunmadığı takdirde gerçek Avrupa tek pazarının büyümesi engellenmiş olacaktır. Komisyonun hedefi azınlık hisse sahiplerine büyük kurumsal hissedarlar gibi davranılırken ve korunurken sınır ötesi tekliflerde oyun alanı yaratacak satın almalar için ulusal kuralları uyumlu hale getirmektir. Kuralların uygulanması kuralları uyumlu hale getirmekten daha büyük çaba gerektirmektedir.

4.7. Yönetim Kurulu

Ülkeler arasında yönetim kurulu yapısı çok farklılık göstermektedir. One-tier(tek kademeli) yönetim kurulu ile two-tier (iki kademeli) yönetim kurulu yapısı arasındaki farklılıkları ortaya koymak gerekir. Tek kademeli yönetim kurulunda icraatın içinden gelen direktörler ile icracı olmayan direktörler beraber yönetim kurulunu oluştururlar. Tek kademeli yapıda yöneticiler çift görev yaparlar; direktör olarak yönetim kurulu işleri ile uğraşırlar diğer taraftan direktörler yönetim kararlarının günlük uygulamalarından sorumludurlar. İki kademeli yönetim kurulu sisteminde, üst kurul icracı olmayan veya dışardan gelen direktörlerden oluşur. Esas görevi gözetim ve kontroldür. Ayrıca stratejik tavsiye verirler. Bu kurul gözetim kurulu (supervisory board) olarak adlandırılır. İşin uygulamasından / yürütülmesinden sorumlu olan direktörlerden oluşan kurula yöneticiler kurulu (management board) olarak adlandırılır. Menfaat sahipleri (stakeholder) modelini benimseyen kişiler iki kademeli yönetim kurulunu çıkarları dengelemek açısından bir çeşit garanti olduğuna inanmaktadırlar.

4.8. Yönetim Kurulu Bağımsızlığı

Cadbury tebliğinin tanıtılmasından bu yana İngiltere'deki bir çok şirket yönetim kuruluna dışardan ve icracı olmayan yönetim kurulu üyesi atamıştır. Kıta Avrupa' sında ki ülkelerde de aynı gelişme gözlemlenmiştir. Hemen hemen bütün kurumsal yönetim raporları yeterli sayıda icracı olmayan / dışardan , günlük işin içinde ve şirket yönetiminde bulunmayan ve hissedarlardan bağımsız gerçek direktörlerin önemini vurgulamaktadır. Bağımsızlık bir çok yönetim hastalığına çare olarak görülmektedir. Örneğin, çıkar çatışması ve güçlü kişilerin

gücünü zayıf olanın aleyhine kullanması gibi. Bağımsızlık uluslara ve şirketlere göre değişen kontrol ve güç yapısına göre tanımlanmaktadır. Çünkü farklı hastalık farklı bir ilaçla tedavi edilir. Yönetim kurulu yapısı şirkete özeldir. Yönetim kurulu üyeleri bazı yönetim kurulu görevlerini komiteler oluşturarak yürütürler. Komite uygulaması Anglo Saxon sistemi olup, Avrupa 'da da benimsenmiştir. Genelde en önemli komiteler denetim, atama/tayin ve maaş vb. dir. Direktörlerin ödeme paketi (ücret ve diğer haklar) nin nasıl belirleneceğine ve bunun kurum performansı ile ilişkisi hakkında bir çok farklı görüş mevcuttur. Anglo Amerikan yönetim modeli ödeme paketi açısından en yüksek seviyede şeffaftır. Bireysel ödeme paketinin şeffaflığı Avrupa ülkelerinde farklılık gösterir.

4.9. Kamuyu Aydınlatma Kuralları

Kamuyu aydınlatma (açıklama,bilgilendirme) uygulamaları, hisse senedi piyasası, hisse sahibi hakları, hukuki sistem, şirketler ve icra iflas kanunu, yolsuzlukla mücadele kanunu , yatırımcının suistimalden korunması, muhasebe ve denetim ile iç içe geçmiştir. İlave olarak, aydınlatma ve şeffaflık kurumsal yatırımcı, direktörler birliği, kurumsal yöneticiler, derecelendirme kuruluşları, hisse senedi araştırmacıları tarafından teşvik edilmektedir. Genellikle aydınlatma ve şeffaflık konusunda Avrupa'nın Amerika ve İngiltere' nin gerisinde kaldığı ifade edilebilir. İki hususun altını çizmek gerekir. Bir tarafta Amerikan borsasında Avrupalı şirketlerin kote olması Avrupalı şirketleri daha şeffaflaştırmaktadır. Avrupa'da yönetim kurulu ile ilgili şeffaflıkta eğilim daha pasiftir. Bir çok kıta Avrupası ülkesinde kanun yapıcılar/düzenleyiciler eksik-yetersiz açıklama/bilgilendirme ile ilgili çözüm bulmak için yeni kural ve düzenlemeler hazırladılar. Diğer taraftan açıklamanın/bilginin miktarından ziyade kalitesinin iyi kurumsal yönetim için yararlı olduğu bilinmektedir. Enron örneği bilginin kalitesinin daha önemli olduğunu gösterdi. Zira Amerikan aydınlatma ve muhasebe kurallarının üstünlüğü tartışılmıyordu bile.

4.10. Muhasebe Standartları

Global muhasebe prensiplerini kullanmak tek tip bilgilendirme ve mukayese imkanı sağladığı için iç ve dış iletişimi kolaylaştırır. Bu fikir Avrupa komisyonunu borsaya kote şirketleri 2005 sonuna kadar Uluslar arası Muhasebe Standartlarına(IAS) göre muhasebe kaydı yaratmalarını benimsetmek için teşvik etmiştir. Daha iyi finansal raporlama

yatırımcının daha iyi korunması anlamına geldiğinden , komisyon daha güçlü yasaları uygulamak için alt yapı çalışmalarını sürdürmektedir.

Muhasebe standartlarında ve kamuyu aydınlatmada gerçek global birleşme Amerikalı ve Avrupalı oyuncular arasındaki anlaşmazlık sebebiyle engellenmektedir. Gerçek melez bir birleşmeye ulaşmak için esnek ve isteğe bağlı yapı Amerikan dışı oyuncular için olumlu karşılanacaktır.

Kurumsal yönetim sistemleri dünyada ülkeden ülkeye, hukuki gelişmişliğe göre değişiklik göstermektedir. Bazı az gelişmiş ülkelerde hiç kurumsal yönetim yokken, OECD ülkelerindeki uygulamalar da birbirinden farklılıklar göstermektedir. Kurumsal yönetimin yetersiz oluşu fon akışını yavaşlatma ve ekonomik büyümeyi engellemektedir. Genel kabul gören görüş her ekonominin ihtiyacının farklı olduğu ve o ekonomiye özgü kurumsal yönetim kurallarının geliştirilmesidir

5. ŞİRKETİN HUKUKİ AÇIDAN DEĞERLENDİRİLMESİ

Ülkelerin çoğunda şirketlerin yöneticileri hissedarlara karşı yasal sorumluluk taşırlar. Mülkiyetin ve kontrolün ayrımı konusunda yapılan çalışmalarda yöneticilerin uygulamada hissedarların çıkarlarını gözetmediği genellikle ifade edilmektedir. Bunun yerine yöneticiler kendi çıkarlarını gözetirler ve bunun sonucunda ise israf ve verimsizlik oluşur. Hissedarların yasal hakları ve yöneticilerin fiilen uyguladıkları kontrol arasındaki tezatlık kurumsal yönetimde kanuni temsilcilik yaklaşımının gelişmesine yol açmıştır (Coase 1937, Jensen ve Mechling 1976; Fama ve Jensen 1983 ; Shleifer ve Vishny (1997)).²⁹ Kurumsal yönetiminin kanuni temsilcilik teorisi şu soru üzerinde odaklanmaktadır:”Hissedarlar, yöneticilerin hissedarların çıkarlarını gözetmesini nasıl sağlayabilirler”?

²⁹ Coase R. (1937), *The Nature of The Firm*, *Economica*, S. 4, ss. 386 – 405.

- Jensen M. and W. Meckling(1976), *The Theory of Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure*, *Journal of Financial Economics*, S. 3, ss. 305 – 360.

- Fama, Eugene and M. Jensen (1983a), *Seperation of Ownership and Control*, *Journal of Law and Economics*,S. 26, ss. 301 – 325.

- Shleifer A. and R.Vishny(1997), *A Survey of Corporate Governance*, *Journal of Finance*, S. 52, ss.737 – 783.

ABD, İngiltere, Almanya, Fransa ve Japonya'da kurumsal şirket yönetiminin gerçek işlerliği incelenmiştir. ABD ve İngiltere' de yöneticilerin hissedarların çıkarları doğrultusunda çalışmalarını sağlayan önlemler en güçlüdür. Ana dahili yönetim sistemi yönetim kuruludur; ana harici yönetim sistemi ise piyasanın şirketi kontrol etmesidir. Her iki mekanizmanın da etkinliği geniş çaplı sorgulanmaktadır. Özellikle son yıllarda yönetim kurullarına yönetim ve özellikle de İcra Kurulu Başkanının hakim olduğu yönünde bazı göstergeler bulunmaktadır. Her ne kadar birleşme ve ele geçirmeler(satınalmalar) ilan edildiğinde alan ve alınan şirketlerin borsa fiyatları yükselse de sonradan şirket performansını geliştirmede satın almaların etkinliği ile muhasebe verilerine dayalı çalışmalar farklı farklı sonuçlar ortaya koymaktadır. Japonyada'ki kurumsal yönetim sistemi ABD ve İngiltere' den uzakta, diğer uçta yer almaktadır. Japonya'da yöneticilerin belirlenen amacı hissedarlara temettü dağıtmaktan ziyade çalışanlar için çalışma istikrarını gözetmektir. Standart kurumsal yönetim mekanizmaları (yönetim kurulu ve piyasanın şirketi kontrolü) Japonya'da mevcuttur. Fakat bunların uygulamada işlerliği hissedarlar için katma değer yaratmayı başarılı şekilde geliştirmemiştir. Yönetim kurulu tipik olarak geniş ve içerdeki hakim olduğu katı bir gruptur. Her ne kadar yasal engeller olmasa da , Japonya'da çapraz hisse sahiplenmelerinin olması hasmane satın almaların bulunmadığı anlamına gelmektedir. Ana banka sisteminin standart Anglo-Amerikan kurumsal yönetim sisteminin yerine geçtiği geniş çapta tartışılmıştır. Bu sistemde firmaya fon sağlayan ana birim olan ve faaliyetleri gözetken ve borç alınan fonların verimli bir şekilde yatırıma gitmesini sağlayan büyük bir banka vardır. Ancak , uygulamada, ana banka sadece finansal kriz zamanlarında müdahale etmektedir. Bunun dışında şirketler etkin şekilde otonomdurlar ve standart yönetim mekanizmaları kanalıyla faaliyet gösterme konusunda çok az baskı vardır.

Almanya ve Fransa bir taraftan Japonya ve diğer taraftan da ABD ve İngiltere arasında bir yerde bulunmaktadır. Almanya ve Fransa'da yönetimin hissedarların çıkarlarını gözetmeleri beklenmektedir fakat bu görev açıkça belirtilmemiştir. Diğer menfaat sahiplerinin özellikle de çalışanların çıkarları da önemlidir. Almanya'da ortak çalışma çıkarları dengelemekte ve hissedarlar ve çalışanlar gözetim kurulunda temsil edilmektedirler. Fransa'da çalışanlar yönetim kuruluna gözlemci olarak katılmaktadırlar. Her iki ülkede'de Japonya'da olduğu gibi holdinglerin karmaşık hisse sahipliği şekilleri ve çapraz hissedarlıklar piyasanın şirketi kontrolünü ciddi şekilde kısıtlamaktadır. Hasmane satın almalar yasal olarak serbest olsa da ender görülmektedir. Japonya'da olduğu gibi şirket performansını sağlayacak açıkça belirtilmiş yönetim mekanizmaları zayıftır.

Şirketler ekonomik kuruluşların sadece bir türünü temsil etmektedir. Tüm incelenen ülkelerde ekonomik faaliyetlerin önemli bir bölümünü temsil eden kar amacı gütmeyen kuruluşlar özellikle ilginç örnek oluşturmaktadır. Bunlar belki de yönetimlerinde en az harici disiplin bulunan kuruluşlardır. Bu harici disiplinin olmamasına rağmen kar amacı gütmeyen kuruluşlar birçok durumda kar amaçlı şirketlerle başarıyla rekabet etmektedir.

Geniş bir açıdan bakıldığında incelenen tüm ülkelerdeki şirketler başarılı faaliyetlerde bulunmakta ve her ülkede global lider örnekleri görülmektedir.

Bir şirketin hukuki açıdan durumu ülkeden ülkeye farklılıklar göstermektedir. ABD'de şirketler hukuku İngiltere'ye benzemektedir çünkü ikisi de ortak bir orijinden gelmektedir. Her iki ülkedeki yöneticilerin hissedarlara karşı görevleri vardır. Bir başka ifadeyle, bunların hissedarların çıkarları doğrultusunda davranmaları için güçlü yasal kuralları bulunmaktadır. Bunun klasik bir örneği eski tarihlerde Ford Motor Company'in karıştığı bir davada görülmüştür. Henry Ford özel bir temettü dağıtımını duyurmuş fakat bunu ilerde çalışanların yararına bir fona aktarılacağı nedeniyle tekrarlanmayacağını söylemiştir. Büyük hissedarlardan birisi şirketin hissedarların çıkarları için var olduğunu ve yönetimin çalışanların çıkarlarını gözetme hakkı olmadığı gerekçesiyle şirketi dava etmiştir. Sonuç olarak, Ford Motor Company davayı kaybetmiştir.

Hissedarların şirketin işlerini kontrol için kullandıkları kanal yönetim kurulu'dur. Yönetim kurulu hissedarlar tarafından, tipik olarak bir pay-bir oy bazında seçilir. Bazen birden çok farklı sınıf hisse bulunur ve sınıflar arasındaki ana farklılık her hissenin sahip olduğu oy sayısıdır. Yönetim kurulu şirket dışından ve içinden direktörlerden oluşur – şirket içinden direktörler firmanın üst yönetimindedir. İcra Kurulu Başkanı'nın kurulda olmaması çok enderdir. ABD ve İngiltere'de İcra Kurulu Başkanı aynı zamanda yönetim kurulu başkanı olarak ta görev yapar. Yönetim kurulu seçildikten firmanın izleyeceği çalışma politikalarını belirler. Yönetimin görevi kurul tarafından belirlenen politikaları uygulamaktır. Hissedarların, direktörleri seçmenin ötesinde firmanın işleri hakkında çok az söz hakkı vardır. Örneğin, hissedarlardan herhangi bir katkı olmadan direktörler kendi maaşlarını saptarlar. Şirket dışından direktörlerden oluşan komite kıdemli yöneticilerin maaşlarını saptar. Yönetim kurulları ABD ve İngiltere'de kabaca aynı büyüklüktedir-genellikle 10-15 kişi- ABD'de bunların çoğu tipik olarak firma dışından olurken, İngiltere'de azınlıkta bir sayı dışardandır.

ABD İşgal Güçlerinin İkinci Dünya Savaşından sonra Japonya'nın hukuk düzeninin gelişmesi ve kurumlarının yapısı üzerinde büyük etkileri olmuştur. Bunun sonucunda,

Japonya şirketlerin yasal şekilleri bakımından ABD'ye benzemektedir. Ancak, bazı önemli farklılıklar da bulunmaktadır. Tarihsel süreç içinde finansal olmayan şirketler holdingleşmelerini engelleyen geniş yasaklamalarla karşılaşmışlardır.

Japon Finans sistemindeki reformlardan önemli bir tanesi finansal olmayan şirketlerin Holding Şirket kurmasını izin veren değişikliktir. Japon hissedarlarının hakları teoride A.B.D. ve İngiltere'dekilerde daha fazladır. Örneğin Japonya' da direktörleri doğrudan aday gösterip seçmek, hissedarlar için daha kolaydır. Ayrıca yönetimin maaşları da hissedarların genel kurul toplantılarında kararlaştırılır.

Hissedarların haklarındaki bu olumlu farklılıklara rağmen Japon yönetim kurulları hissedarların gerçekte fazla etkili olamadığı bir yapıdadır. Japon yönetim kurulları diğer ülkelerdekilerden daha çok direktör içerir. Dışarıdan direktörler bir elin parmak sayısı kadar olup, etkileri çok azdır. Direktörlerin büyük çoğunluğu şirket içindedir. Bunların sayısı yönetimin kıdemli üyelerin yanısıra bir çok kişiyi kapsayacak düzeydedir. Kişilerin yönetim kurulu üyeliğine aday gösterilmeleri esas olarak İcra Kurulu Başkanı tarafından kontrol edilir. Bu husus ve kurulun büyüklüğü ve yapısı İcra Kurulu Başkanı'nın çok güçlü olduğu anlamına gelmektedir. Bir Japon şirketinin finansal durumunun sağlam olması koşuluyla şirketin işlerinin kontrolü İcra Kurulu Başkanı ve ona en yakın kişiler tarafından yürütülür.

Almanya A.B.D., İngiltere veya Japonya'dan çok farklı bir yönetim yapısına sahiptir. Bu ortak karar yönetimi olup tarihçesi eskidir. Halen Codetermination Act en önemli mevzuattan birisidir. Bu genellikle 2000 üzerinde çalışanı olan şirketleri ilgilendirmektedir. Bu yasaya tabi olan firmalarda iki kurul vardır. Gözetim Kurulu ve Yönetim Kurulu. Gözetim Kurulu kontrol organıdır. Schneider- Lenne (1992) ve Prowse (1995) belirttiği gibi temsilcilerin yarısı hissedarlar ve yarısı da çalışanlar tarafından seçilirler.³⁰ Hissedarların genel kurulu hissedar temsilcilerini seçer. Çalışanların temsilcilerinin üçte ikisi işçi sendikası temsilcileridir. Gözetim Kurulu kendi üyeleri arasından bir başkan ve bir başkan yardımcısı seçer. Bir adayın seçilebilmesi için üçte iki çoğunluk oyu gereklidir. İki turda bu sağlanmazsa hissedarlar başkanı kendi aralarından , çalışanların temsilcilikleri de başkan yardımcısını kendi içlerinden seçerler. Sonuç olarak başkan genellikle hissedarlar tarafından, başkan yardımcısı da çalışanlar tarafından. Gözetim Kurulunun oylamasında eşitlik olması durumunda başkanın oyu karar vericidir. Bu anlam da hissedarlar mutlak kontrole sahip

³⁰ Schneider E. (1992), *Corporate Control in Germany*, Oxford Review of Economics Policy, S. 8, ss. 11 – 23.
- Prowse, Stephen (1995), *Corporate Governance in an International Perspective: Financial Markets, Institutions and Instruments*, S. 4, ss. 1 – 63.

olmaktadırlar. Ancak gözetim kurulunun üyeleri yasal olarak sadece temsil ettikleri grubun değil, şirketin tamamının çıkarlarını temsil etmelidirler. Alman gözetim kurulları 20 kişinin üzerinde üyeye sahiptir ve A.B.D. ve İngiltere'deki kurullardan büyük fakat Japonya'dakilerden küçüktür.

Yönetim kurulu gözetim kurulu tarafından tayin edilir. Hiç kimse iki kurulda birden üye olamaz ve çapraz şirket kurul üyeliği yasaklanmıştır. Yönetim kurulu şirketin faaliyetlerinden sorumlu olup, gözetim kurulu bunun faaliyetlerini denetler. Yönetim kurulu gözetim kuruluna bilgi sağlar. Bu durumun suistimale yol açacağı açıktır. Çünkü yönetim, firmayı olduğundan daha başarılı göstermek için verdiği bilgiyi çarpıtma isteğine sahiptir. Bu sorun genellikle gözetim kurulunun başkanının eski bir emekli İcra Kurulu Başkanı olmasıyla azaltılmaktadır. Bu kişi şirketin faaliyetleri konusunda çok deneyimli ve gayri resmi kontakları olan birisidir. Alman yönetim kurulu(management board) genellikle gözetim kurulundan daha az sayıda direktörden oluşur ve diğer ülkelerdeki kurullardan da daha küçüktür.

Alman sistemi Anglo- Amerikan ve Japon sistemlerine ilginç bir tezat oluşturmaktadır. Çift kurul sisteminin dışarıdaki hissedarları daha iyi temsil ettiği ve yönetimin bunların görüşlerini dikkate alması gerektiği genellikle kabul görmüştür. Bunun yanı sıra çalışanların görüşleri de temsil edilmektedir ve şirketin uzun süre hayatta kalmasını sağlayan bir sistemdir.

Fransız sistemi Anglo- Amerikan ve Alman sistemlerine benzer unsurlar içermektedir. Firmalar iki türlü yönetim kurulundan birini seçebilirler. Yaygın olan sistem Anglo- Amerikan sistemindeki tek yönetim kuruludur. Kurul President Directeur General (Başkan Genel Müdürü) seçerler. Bu kişi icra kurulu başkanı gibidir; fakat daha güçlüdür. Bu kişi şirketi tek başına temsile yetkilidir ve bu yetkiyi devredecek tek kişidir. Tekli kurullar çoğunlukla hissedarlardan ve firmanın ticari ilişkilerde bulunduğu finansal kuruluşların temsilcileri olan dışardan direktörlerden oluşur. Anglo- Amerikan modelde olduğu gibi kurul ticari politikaları belirler ve bunlar genel müdür ve yönetim tarafından uygulanır. İkinci tür kurul Almanya'da ki gibi iki organdan oluşur. Gözetim konseyi Alman gözetim kurulu gibidir , fakat tek fark çalışanların burada temsil hakkı yoktur. Ancak Fransız sistemini Alman sistemine yakın kılan bir özellik ise firma hangi tür kurula sahip olursa olsun asgari 50 kişi çalışan firmalarda çalışanların temsilcilerinin kurul toplantılarına gözlemci olarak katılma hakları vardır. Gözetim konseyi direktör ataması yapar ve direktör şirket yönetiminden sorumlu olur. Fransız kurullarının büyüklüğü A.B.D. 'dekilere benzemektedir.

6. DÜZENLEYİCİ KISITLAMALAR VE HİSSE MÜLKİYETİNİN ŞEKLİ

Firma için farklı yasal yapılar olmasının yanı sıra farklı ülkeler finansal kurumların veya finansal olmayan şirketlerin hisse sahibi olmaları ile ilgili farklı kısıtlamalar getirmektedir. Bu kısıtlamalar bir ülkede hisse sahibi olma şeklinde önemli etkiye sahip olmuşlardır. Bir kurumun başka bir kurumun hissesine sahip olması hususundaki kısıtlamalar A.B.D.'nin İngiltere'den önemli şekilde farklı olduğu bir alandır. A.B.D.'de Glass-Steagall Yasası (Kasım 1999'da iptal edildi). Firmaların iflas etmesi durumu gibi olağan dışı durumlar hariç bankaların firmalarda hisse sahibi olmasını engellemiştir. Sigorta şirketleri eyalet yasalarıyla kontrol edilmektedir. Newyork Eyaleti mevzuatı sadece büyük şirketlerin merkezleri orada olduğu için değil fakat diğer eyaletlerin Newyork'u izleme eğilimi olmasından dolayı bir çok firmayı etkilemektedir. Tarihi süreçte Newyork mevzuatı sigorta şirketlerinin hisse sahibi olmalarını engellemiştir. Ancak daha yakın zamanlarda hayat sigortası şirketleri sınırlı miktarda hisse sahibi olabilmişlerdir.

Çeşitlendirmeyi sağlamak için mutual ve emeklilik fonlarına başka şirketlerin hisselerine sahip olabilmeye imkanı belli sınırlar dahilinde izin verilmiştir. Bu mevzuatın anlamı hisse senedi mülkiyet yönteminin A.B.D. 'de diğer ülkelerin yöntemlerinden ciddi farklılık olduğunu göstermektedir. Finansal kuruluşlar tarafından %5 gibi sadece küçük bir miktar başka şirketin hissesi elde tutulabilirken diğer ülkelerde bu oran ortalama % 29 dur. Bunun yerine A.B.D de bireyler tarafından sahip olunan hisseler başka her ülkeden daha yüksektir ve mutual ve emeklilik fonları tarafından sahip olunan oran Japonya, Almanya ve Fransa' dan daha yüksektir. Rekabet kısıtlanmadığı sürece finansal olmayan şirketler hisse sahibi olabilirler. Bu husus oldukça ciddi bir şekilde uygulanmaktadır. Meşhur bir davada anayasa mahkemesi Dupont' u General Motors hisselerinin %25'ini satmaya ve diğer tüm bağlarını koparmaya zorladı. A.B.D. 'deki finansal olmayan şirketlerin %14 lük hisse mülkiyeti Japonya, Almanya, Fransa'dan çok düşük fakat İngiltere ile kıyaslanabilir düzeydedir.

İngiltere'de A.B.D.'den daha az resmi mevzuat görülmektedir. Bankalar isterlerse başka şirketlerin hissesini alabilirler ve büyük blok alımlar için sadece İngiltere Merkez bankasından izin almaları gerekir. Sigorta şirketleri çeşitlendirme ihtiyacı nedeni ile sınırlandırılmış olup, bu kendi kendilerine koymuş oldukları sınırlamadır. Finansal olmayan şirketlerde kontrol transferini önlemek için firmaların birbirlerinin hisselerini almalarının sınırlandırılması bu konuda tek düzenlemedir. İngiltere' de mevzuat eksikliği nedeni ile finansal kurumların A.B.D. 'ye oranla daha fazla, bireylerin ise daha az şirketlerde hisse sahibi olması şeklinde yapı ortaya çıkmıştır. Japonya, Almanya ve Fransa ile karşılaştırıldığında finansal

olmayan şirketlerin sahip olduğu hisseler İngiltere’ de çok daha az ve emeklilik fonlarının ise çok daha fazladır.

Japonya, Almanya ve Fransa başka şirketin hissesinin sahibi olma ve mülkiyet üzerindeki düzenleyici kısıtlamalar konusunda birbirine biraz benzemektedir. Üç ülkede de bankalar şirket hissesine sahip olabilirler. Japonya’da bankaların firma hisselerinin belirli bir oranına sahip olabilecekleri ile ilgili mevzuat bulunmaktadır. Almanya’ da ve Fransa’ da bankanın sermayesine göre hisse sahibi olabileceğine dair kısıtlamalar vardır. Yukarıda belirtildiği gibi holding şirketlerine geleneksel olarak Japonya’ da izin verilmiyordu. Almanya’ da ve Fransa’ da şirketlerin belirli bir yüzdesine sahip olunabileceği hakkında sınırlamalar mevcuttur.

Almanya’ da ve Fransa’ da holding şirketleri arasında karmaşık, karşılıklı ilişkiler olmaktadır. Japonya’ da çapraz hisse sahibi olma bağlamındaki karşılıklı ilişkiler nispeten basit şekillendirilmiştir.

7. YÖNETİM MEKANİZMALARI

Ana sorun olan hissedarların yöneticileri kendi çıkarlarını gözetmelerini nasıl sağlayabilecekleri konusunda literatürde çeşitli cevaplar verilmiştir. Bunların en önemlileri aşağıdakilerdir:

1-Yönetim Kurulu

2-Yöneticilerin Ücretleri

3- Piyasa kontrolü

4-Hisselerin az elde toplanması ve finansal kurumlar tarafından gözetim

5-Borç (Kredi)

7.1.Yönetim Kurulu

Yönetim kurulu en azından teoride, hissedarların yöneticileri kontrol etme ve şirketi kendi çıkarlarına göre yönetilmesi bakımından sahip oldukları ilk yöntemdir. Yönetim kurullarının seçiliş şekilleri ve yapıları ülkeler arasında önemli farklılıklar göstermektedir.

A.B.D. ve İngiltere’de hissedarlar direktörleri seçer ve işlerle ilgili politikaları oluşturma ve yönetimi gözetme konularını direktörler üstlenir. Şirket içinden ve dışından olan direktörlerin sayısının dengesi bağımsız ve aynı zamanda şirket hakkında bilgili yönetim kurulunun oluşturulmasını sağlayacaktır. Bu teorelin pratikte ne derece uygulanacağı yoğun şekilde tartışılmaktadır. Yönetim ve özellikle de İcra Kurulu Başkanı kurula kimin atanacağına etkin bir şekilde saptadığı için, kurulun ne kadar bağımsız olduğu tamamen net değildir. Weisbach (1988) ve Jensen (1989) A.B.D. Yönetim kurullarının yöneticileri disipline etme konusundaki zayıflıklarını belgelemektedirler.³¹ Kurulun yapısı ve firmanın performansı konusundaki literatür incelendiğinde eldeki kanıtlar çoğunluğu bağımsız direktörden oluşan kurula sahip firmaların böyle bir kurulu olmayan firmalardan daha iyi performans göstermediğini belirtmektedir(Xavier Vives 2000).³² Ancak makul bir sayıda içerden direktöre sahip olmanın daha fazla karlılık ile bağlantılı olduğu görülmektedir. Japonya’da yönetim kurullarının bağımsızlığı kurulların büyüklüğü, dışardan direktörlerin sayısının çok sınırlı olması ve İcra Kurulu Başkanı ‘nın direktörlük için aday göstermedeki büyük gücü gibi sebepler tarafından azaltılmaktadır. Her ne kadar, teorik olarak, hissedarların yönetim kurulunu kontrol etme de diğer ülkelerden daha fazla güçleri olsa da uygulamada bu fazla bir anlam taşımamaktadır. İki kademeli Alman yönetim kurullarının yapısı içerden ve dışarıdan olan direktörlerin farklı rollerini ortaya koymuş ve gözetim kurulu (supervisory board) mevcut yönetimin dışındaki kişilerden oluşurken yönetim kurulunda(management board) halen çalışan yöneticilerden oluşmaktadır. Gözetim kuruluna önceki şirket yöneticilerini almak , bilgilendirme sorunlarını asgariye indirse de bu durum gözetim kurulunun bağımsızlığını gölgelemektedir. Gözetim kurulu önceki yöneticileri bünyesine katarsa mevcut yönetimden ne kadar bağımsız olabileceklerdir? Tipik olarak mevcut yönetim önceki yönetim tarafından seçilmiş ve uyguladıkları politikaların çoğu da önceki rejim tarafından başlatılmış olacaktır. Gözetim kurulunda çalışanların temsilcilerinin bulunması gibi komplikasyon da vardır. Tek kademeli ve iki kademeli kurulların serbest olduğu Fransa’da tek kademeli kurulların hakim olduğunu görmek ilginç bir husustur.

Kurulların yapıları ülkelere göre farklı olsa da , mevcut az sayıda deneysel kanıtlar bunların yöneticileri disiplin altına almada eşit derecede etkili veya etkisiz olduğunu göstermektedir.. Kang ve Shivdasani (1995) değişik yönetim mekanizmalarının etkinliği

³¹ Weisbach M. (1988), *Outside Directors and CEO Turnover*, Journal of Financial Economics, S. 20, ss. 431-460.

- Jensen, Michael (1989), *The Eclipse of the Public Corporation*, Harvard Business Review,S. 67, ss. 60 – 70.

³² Xavier Vives(2000), a.g.e. s.37

konusunda kanıtlar sunmaktadır. Bu kişiler , diğer hususların yanı sıra , dışardan direktörlerin kurulda olmalarının üst yönetim değişikliklerini ve hisse fiyatlarındaki performansı etkilemediğini belirtmişlerdir. Aksine hisselerin az elde toplanması ve ana bir banka ile bağın olması ile hisse senedi performansı arasında pozitif etki vardır.³³ Almanya için performansı zayıf firmalarla yönetim kurulları (management board turnover) değişimi arasında güçlü bağlantı bulunmuş olup, aynı bağlantı gözetim kurulları değişiminde bulunamamıştır(Xavier Vives 2000).³⁴

7.2. Yönetici Ücretleri

Yöneticilerin hissedarların çıkarlarını gözetmede ilave bir yöntem de ücretlerin uygun şekilde yapılmasıdır. Diamond ve Verrecchia (1982) ve Holmstrom ve Tirole (1993) sermaye piyasaları ve muhtemel ücretler arasındaki ilişkileri gösteren çıkar birliği sağlayan modeller oluşturmuştur.³⁵ Yatırımcıların bilgi toplama isteklerinin olduğu anda ve borsada senet fiyatlarının bunu kısmen yansıttığı durumda, yöneticilerin ücretlerinin şirket hisse fiyatlarına bağlı olduğu teşvikler sağlanabilir. Örnek olarak hisselerin doğrudan mülkiyeti, hisse opsiyonları ve hisse fiyatlarına bağlı ikramiyeler verilebilir. Hisse fiyatlarının firmanın gelecekte beklenen karlılığı ile ilgili yeterli bilgiyi içermesi halinde, teorik olarak, yöneticilerin hissedarların varlıklarını maksimize edecek otomatik teşvik sistemleri oluşturulabilir.

Yöneticileri motive etmek için tek kullanılacak araç muhtemel hisse fiyatları değildir. Muhasebe bazlı performans ölçümleri de sık sık kullanılmaktadır. Hisse fiyatının avantajı yönetim tarafından muhasebe verileri kadar kolay oynanabilinememesidir. Ödemeyi doğrudan hisse fiyatına bağlı olarak yapmaya ilave olarak, kötü performanstan dolayı işten çıkarma olasılığı da vardır. Eğer diğer firmalar performansın yetersizlikten olduğunu algıarlarsa yönetici yeni bir iş bulma da zorlanacaktır. Diğer taraftan da, çok başarılı olan yöneticiler diğer şirketlere daha yüksek ücretlerle gidebilirler. Böylece yönetici iş gücü pazarı da yöneticilere teşvik sağlama da önemli rol oynamaktadır.

Daha fazla çaba için teşvik sağlamanın yanı sıra ücretlerin arzu edilmeyen başka bir etkisi olabilir. Eğer yönetici ücretleri hisse fiyatına bağlı ve yönetici sınırlı sorumluluğa

³³ Kang J. K. and A. Shivdasani (1995), a.g.e., ss. 29-58.

³⁴ Xavier Vives (2000), a.g.e., s. 38.

³⁵ Diamond, Douglas and R. Verrecchia (1982), *Optimal Managerial Contracts and Equilibrium Security Prices*, Journal of Finance, S. 37, ss. 275 – 287.

- Holmstrom, Bengt and J. Tirol (1993), *Market liquidity and Performance Monitoring*, Journal of Political Economy, S. 101, ss. 678 – 709.

sahipse, yöneticiler gereğinden fazla risk almaya teşvik edilmiş olacaklardır. Başarılı performanstan fazlasıyla yararlanacaklar fakat kötü performans dolayısı ile karşılaşacakları ceza sınırlı olacaktır. Uygulama da yönetici ücretinin hisse fiyatına optimal duyarlılığı hakkında bazı tartışmalar olmuştur. Jensen ve Murphy (1990) A.B.D. yönetici ücretleri ve performans arasındaki pozitif ilişkilerle ilgili önemli bulguları teyit etmekte ve İcra Kurulu Başkanı 'nın ücretinin firmanın değerindeki her \$ 1.000 'lık değişimde \$3 değişmekte olduğunu hesaplamıştır.³⁶

Yöneticilere verilen hisse opsiyonları hakkı hariç tutulursa, yönetici ödemesi ve performans arasındaki duyarlılık(elastikiyet) son derece küçüktür(Murphy 1985, Coughlin and Schmidt(1985), Barro and Barro(1990)).³⁷ Bunun tersine, Hall ve Liebman(1997) önceki elastikiyet hesapları duyarlılığının ana kaynağı olan hissedeki ve hisse opsiyonundaki değer değişimini göz ardı ettiğini vurgulamaktadır. Hisse ve hisse opsiyon hakkı değerindeki değişim dikkate alındığında yönetici ödemesi ve performans arasında güçlü bir pozitif ilişki ortaya çıkmaktadır.³⁸

Performans(karlılık) yerine şirket büyüklüğü ve şirket büyüklüğündeki değişim ile yönetici ödemeleri arasında daha güçlü bir ilişki mevcuttur(Main,Bruce ve Buck1994; Conyon and Leech1993; Gregg, Machin ve Szymanski 1993).³⁹ Yöneticiler satışı artırıcı yönde davranmaktadırlar.

Eğer şirketin ortaklık yapısında yoğunlaşma söz konusu ise (bilgi asimetrisi düşük olacaktır çünkü yönetimde gözetimci ortak olacaktır) yönetici ödemesi ile performans arasındaki elastikiyet bir çok küçük ortağı olan şirkete göre daha düşük olacaktır(Kole 1997).⁴⁰

³⁶ Jensen M. and K. Murphy (1990), **Performance Pay and Top Management Incentives**, Journal of Political Economy, S. 98, ss. 225 – 264.

³⁷ Murphy (1985), **Corporate Performance and Managerial Remuneration**: Journal of Accounting and Economics, S. 7/12, ss. 11-42

- Coughlin A.T.and R.Schmidt(1985), **Executive Compensation, Management Turnover and Firm Performance: An Amprical Investigation**, Journal of Accounting and Economics, S. 7/12, ss. 43 – 66.

- Barro J. R and R. J. Barro (1990), **Pay, Performance and Turnover of Banks CEOs**, Journal of Labor Economics, S. 8/3, ss. 448 – 481.

³⁸ Hall B. H. and J. Liebman (1997), **Are CEO s Really Paid like Bureucrats?** National Bureau of Economic Research, NO : 6213.

³⁹ Main B. M. G, A. Bruce and T. Buck (1994), **Total Board Remuneration, Managerial and Decision Economics**, S. 12, ss. 219 – 229.

- Conyon M. J. and D. Leech (1993), **Top Pay, Company Performance and Corporate Governance**, Warwick Economic Research Papers, 410, Warwick University Press

- Gregg P., S. Machin and S. Szymanski(1993), **The Disappearing Relationship Btw Director's Pay and Corporate Performance**, British Journal of Industrial Relations, S. 31/1, ss. 1- 10.

⁴⁰ Kole (1997), **The Complexity of Compansation Contracts**, Journal of Financial Economics, S. 43, ss. 79-104

Kanuni temsilcilik teorisi yönetici ödemesi ve performans arasındaki ilişkinin kanuni temsilcinin riskten kaçınması ile azalacağını tahmin etmektedir. Yine endüstrideki toplam risk düştükçe performansa dayalı ödeme azalacaktır.

Kurumsal yönetim ilkeleri şirketlerin, yönetici ödemelerini yöneticilerin, şirket pay sahipleri ile çıkar birliği içinde olması için bağımsız yönetim kurulu üyesi başkanlığında ödemeler komitesi kurmasını tavsiye etmektedir. Ödemeler komitesi geliri düşük olan yöneticilerin gelirini artırdığını ancak geliri yüksek olan yöneticinin gelirini azaltmadığı tespit edilmiştir(Gugler K. 2001).⁴¹ Yani, ödeme komitesinin ödeme – performans ilişkisini artıracığı beklenirken, yöneticiler ile işbirliği içine girmektedirler. Bu da bağımsız yönetim kurulu üyelerinin güvenilirliğinin sorgulanmasına sebebiyet vermektedir. Belki en doğrusu genel kurulda hisse sahiplerinin yönetim kurulu üyelerinin gelirleri üzerinde karar vermesidir.

Son yıllarda A.B.D.'de yönetici ücretlerindeki ciddi artışlar yönetim kurullarının ele geçirilip kendilerine anormal miktarlar ödeyip ödemediklerine dair bir endişeye neden olmuştur. Ülkeler arasında ücret düzeylerinde önemli farklılıklar olduğu ilginç bir husus olarak dikkat çekmektedir. A.B.D. 'de yönetici ücretleri çok yüksektir. Diğer aşırı uçta ise Amerikalı karşıtlarına göre bunların kazandıklarının küçük bir kısmını kazanan Japon yöneticisi bulunmaktadır. Avrupa ülkeleri bu iki uç arasındadır.

7.3. Piyasa Kontrolü

Manne (1965) kapitalist ekonomilerin verimli çalışması için şirket kontrolü için aktif bir piyasanın temel gereklilik olduğunu iddia etmektedir.⁴² Bu durum yetenekli yöneticilerin çok kısa zamanda büyük miktarda kaynağı kontrol etmesini sağlamaktadır. Verimsiz yöneticiler görevden alınmakta ve işi daha iyi yapacak kişilerle değiştirilmektedir. Şirket kontrolü için bir pazarın olması da yöneticileri disipline etmek için bir araç sunmaktadır. Bir firma hissedarların varlığını maksimize edecek politikalar izlemiyorsa, bu firma ele geçirilebilir ve yöneticiler değiştirilebilir.

Piyasanın şirketi kontrolü üç şekilde gerçekleşir; vekalet oy yarışmaları(proxy contest), dostça birleşmeler ve hasmane ele geçirmeler. Vekalet oy yarışmaları bir grup hissedarın diğer hissedarlara kendileri ile hareket ederek mevcut yönetim kurulunu değiştirmeye ikna etmeye çalışmasıdır. Örneğin, bir kişi firmanın politikalarını değiştirmek isterse kendisini ve kendisi gibi düşünen diğer kişileri hissedarlar genel kurulunda yönetim

⁴¹ Gugler K.(2001), a.g.e., s. 46.

⁴² Manne H.(1965), *Merger and the Market for Corporate Control*, Journal Of Political Economy, S. 73, ss. 110-120.

kuruluna seçtirebilir. Bunu yapmak için de diğer hissedarlardan vekalet oylar toplar ve bu kendine onlar yerine oy kullanma hakkı sağlar. Vekalet mücadelesi genellikle zordur, çünkü hisseler çoğu kez birçok kişi arasında dağılmıştır. Bunun sonunda incelenen ülkelerde bunlar pek sık olmamaktadır.

Dostane birleşmeler her iki firmanın birleşmesinin kendi değerlerini arttıracığına inandıkları zaman olur. Bu durumda işlemin gerçekleşmesi için bir çok yol vardır. Hisse alış veriş olabilir veya bir firma diğerinin hissesi için teklif verebilir. Dostane birleşme ve satın almalar incelenen tüm ülkelerde görülmekte ve işlem hacminin çoğunu oluşturmaktadır. Dostane işlemler toplam birleşme işlem hacminin A.B.D. 'de %83.7 , İngiltere 'de %62.9 ve Avrupanın geri kalanında %90.4 'ünü oluşturduğunu bildirilmektedir.(Xavier Vives 2000)⁴³

Piyasanın şirket kontrolünü sağladığı üçüncü şekil hasmane satın almalar (ele geçirmeler) . Bunlar alan ve alınan arasında ödenmesi gereken fiyat, uygulanacak politikalar etkinliği gibi konularda bir ihtilaf olduğu zaman gerçekleşir. Hasmane alım tekliflerinde alıcılar hedef yönetimi atlayarak doğrudan hissedarlara başvururlar. Bu mekanizma Manne 'nin (1965) önerdiği gibi kaynakların verimli dağıtımını sağlayan, potansiyel olarak çok önemli bir mekanizmadır. Ancak, hasmane alımların ilk 1956'da görüldüğü, 1960'lara kadar yaygın olarak yapılmadığı ve bu nedenle nispeten yeni bir olgu olduğuna işaret edilmektedir. Hasmane alım tekliflerinin şirketlerin verimli yönetiminde önemli bir değişiklik yaratıp yaratmadığı net değildir.

Piyasanın şirketi kontrol etme işleyişinde bir sorun yönetimin kendi pozisyonunu sağlamlaştırma olasılığıdır. Yöneticiler beceriksiz olabilir ve işlerini korumak için bir alımı önlemek isteyebilirler. Bunu yapabilecekleri bazı yollar vardır. Birincisi, yöneticiler dışardakilere karşı önemli derecede bilgi(enformasyon) avantajlarına sahiptirler. Örneğin, satın almak isteyen tarafın (işgalcinin) yeterli düzeyde teklif vermediğini ve firmanın mevcut politikalarla devam etmesinin veya başka bir teklifi beklemesinin daha iyi olacağını iddia edebilirler. İkincisi, alıma karşı kullanabilecekleri bazı taktikler vardır. ABD'deki örnekler zehirli haplar(poison pills), direktörlerin seçiminin uzatılması, iki-sınıflı sermayelendirmedir."Zehirli haplar" bir alım sırasında hissedarlara şirketten çok ucuz hisse almaları için hak tanımayı içerir. Direktörlerin seçiminin uzatılması direktörlerin sadece bir bölümünün-genellikle üçte bir- her hangi bir yılda değiştirebileceğini garanti eder. Böylece, satın alan taraf tüm oyları elde etse bile yönetim kurulunu kontroluna alması biraz zaman alacaktır. İki-sınıflı sermayelendirmede (dual class share), üstün oy kullanma hakları olan

⁴³ Xavier Vives (2000), a.g.e., s. 40.

ikinci bir sınıf hisse çıkarılır ve bunların hasmane alımdan önce normal hisselerle değiştirilmesi gerekir. Bu da oyların yöneticilerin elinde toplanmasını garantiler.

Tüm bu sorunlara rağmen hasmane alımlar ABD' de ve İngiltere'de oldukça sık gerçekleşmektedir. ABD'de 1980 yılında Fortune 500 dergisindeki şirketlerin hemen hemen %10'u bu tarihten sonra hasmane olan veya hasmane başlayan işlemler sonucunda satın alınmıştır. İngiltere'de 1980'lerin ortalarında, iki yıl içinde 35 tane başarılı hasmane teklifin yapılmış olduğunu bildirmektedir. Bu durum Almanya, Fransa veya Japonya'dan çok fazladır. Almanya'da 1945 ve 1994 arasında sadece üç hasmane alımın yapılmıştır. Japonya'da 1945-94 yıllarında büyük firmalar arasında hasmane bir alım olmamıştır. Fransa'da da hasmane alımlar enderdir.

Bir yanda ABD ve İngiltere diğer yanda Fransa, Almanya ve Japonya arasında niçin hasmane alımlar arasında böyle farklılıklar bulunmaktadır? Şirket satın almalarının oluşumunda ülkeler arasındaki farklılıkların benimsenen bir açıklaması Japonya'da çapraz hissedarlık ve Almanya ve Fransa'da holding şirketlerinin yapısı ve çapraz mülkiyettir. Bu ülkelerdeki mülkiyet yapısı (şirket yapısı) şirket satın almak için gerekli hisse sayısını almayı zorlaştırmaktadır.

Diğer bir önemli sorun da şirket kontrol pazarının(satın almaların) Manne'nin(1965) argümanlarının önerdiği şekilde ne ölçüde verimlilikte artışa neden olduğudur.⁴⁴ Değer yaratıp yaratmadıklarını anlamak amacıyla satınalmalar konusunda çeşitli deneysel çalışmalar yapılmıştır. Jensen(1993) ABD'de 1976'dan 1980'a kadar hedef firmaların borsa değerlerindeki toplam artışı \$ 750 milyar olarak tahmin etmektedir.⁴⁵ Teklif veren firmalarda değer artışı sıfır ve muhtemelen negatif olarak görülmektedir. Genelde, borsa verileri toplam değer (hedef ve teklif veren firmanın toplamı) önemli ölçüde arttığını göstermektedir. Buradaki konu bunun birleşmeler ve satın almalar mı kaynaklandığı yoksa sadece borsada daha önceden yapılan düşük değerlemenin bir yansıması olup olmadığıdır.

Bazı araştırmalar hedef firmaların değerlerinin artış nedenlerini belirlemek amacıyla muhasebe verileri kullanmaya çalışmıştır. Satın almalarından sonra işletme performansının arttığına dair çok az kanıt bulunmaktadır (Xavier Vives 2000).⁴⁶ Franks ve Mayer (1996) İngiliz firmalarından bir grubu inceledi ve sonuçta hasmane satın alma hedeflerinin alımdan önceye göre düşük performans göstermediğini fakat alımdan sonra aktiflerini yeniden

⁴⁴ Manne H. (1965), a.g.e., ss. 110 – 120.

⁴⁵ Jensen M. (1993), *The Modern Industrial Revolution, Exit and Failure of Internal Control Systems*, Journal of Finance, S. 48, ss. 831 – 880.

⁴⁶ Xavier Vives (2000), a.g.e., s. 43.

yapılandırmaya tabi olduklarını buldu.⁴⁷ Kaplan(1989), Bhagat, Shleifer ve Vishny(1990), Kaplan ve Weisbach(1991) ve Healy, Palepu ve Ruback(1992,1997) şirket satın almalarının şirket operasyonunu geliştirdiğine dair sonuçlara ulaşmıştır.⁴⁸

Sonuç olarak, yapılan çalışmalar farklı yönde kanıtlar ortaya koymakla birlikte şu hususlarda genelde mutabakat sağlanmıştır. Hasmane satın almada satın alınan şirketin hissedarları ortalama bu tekliflerden pozitif getiri sağlamaktadırlar(Jarrell ve Poulsen 1987).⁴⁹ Hasmane satın almalar satın alınan şirketin hissedarlarına dostane birleşmelere nazaran birleşme sonrası daha yüksek getiri sağlamaktadır(Servaes 1991;ve Agrawal,Jaffe ve Mandelker 1992).⁵⁰ Hasmane satın alma teklifi yapan şirketin hisse sahipleri bazen küçük miktarda zarar bazen küçük miktarda kazanç sağlamaktadır. Diğer bir deyişle ortalama sıfır seviyesinde bir kazanç sağlamaktadır(Frank ve Harris 1989;Higson ve Elliott 1998).⁵¹ Hasmane alımlar ölçek ekonomisi sayesinde bir verimlilik yaratıldığında sosyal olarak arzulandır. Hasmane alımların dostane satın almalara göre verimliliğe katkısı daha pozitifdir. Mevcut yönetimin satın almayı zorlaştıran savunma mekanizmaları, satın alacak firmanın başka firma ile rekabet etme ihtimali ve satın alınacak firmanın küçük hissedarlarının satın alma sonrasında hissesi değerlendirilecek beklentisiyle hissesini satmaması fakat başkasının satmasını beklemesi gibi sebepler hasmane satın almaların değer/verimlilik yaratmasını engellemektedir. Hasmane satın almada teklif götürülen şirketin hissedarları kazanıyor, satın alma teklifi yapan şirketin hissedarları başa baş pozisyonda ve verimlilik artışı pek yüksek değilse o halde servetin yeniden dağıtılması söz konusu olup kaybeden taraf çalışanlardır.

⁴⁷ Franks, Julian and C. Mayer (1996), *Hostile Takeovers and the Correction of Managerial Failure*, Journal of Financial Economics, S. 40, ss. 163 – 181.

⁴⁸ Kaplan Steven(1989), *The Effects of Management Buyouts on Operating Performance and Value*, Journal of Financial Economics, S. 24, ss. 581 – 618.

- Bhagat, Sanjai, A. Shleifer and R. Vishny (1990), *Hostile Takeovers in 1980's: Return to Corporation Specialization*, Brooking Papers on Economic Activity, ss. 1 – 72.

- Kaplan S. and M. Weisbach (1991), *The Success of Acquisition: Evidence from Divestitures*, Journal of Finance, S. 47, ss. 107 – 138.

- Healy, Paul, K. Palepu, R. Ruback(1997), *Which Takeovers are Profitable?Strategic or Financial ?*, Sloan Management Review, ss. 45 – 57.

- Healy, Paul, K. Palepu, R. Ruback (1992), *Does Corporate Performance Improve After Mergers?* Journal of Financial Economics, S. 31, ss. 135 – 175.

⁴⁹ Jarrell G. A. ve A. B. Poulsen (1987), *Shark Repellents and Stock Prices: The Effects of Antitakeover Amendments Since 1980*, Journal of Financial Economics, S. 19, ss. 127 – 168.

⁵⁰ Servaes H.(1991), *Tobins Q and the Gains from Takeovers*, Journal of Finance, S. 66, ss. 409 – 419.

- A. Agrawal, J. F. Jaffe and G.N. Mandelker (1992), *The Post - Merger Performance of Acquiring Firms: A Reexamination of an Anomaly*, Journal of Finance, S. 47 / 4, ss.1605 – 1621.

⁵¹ Franks J. R. and R. S. Harris (1989), *Shareholder Wealth Effects of Corporate Takeovers: The UK Experience 1955-85*, Journal of Financial Economics, S. 23, ss. 225 – 249.

- Higson C.and J.Elliott (1998), *Post-Takeover Returns: The UK Evidence*, Journal of Empirical Finance, S. 5, ss. 27 – 46.

Genelde birleşmelerde bir vergi avantajı sağlanmaktadır. Bono alacaklısından hissedarlara bir servet transferi ile karşılaşılmamıştır. Birleşen şirketlerin pazar payı artacağından tüketicilerin kaybetmesi söz konusu olabilir.

7.4. Hisselerin Az Elde Toplanması ve Finansal Kurumlar Tarafından Gözetim

Stiglitz(1985) firma hisselerin az elde toplanmasının firma tarafından değer maksimizasyonunu sağlamada en önemli yollardan biri olduğunu iddia etmiştir.⁵² Bir uça, firmanın sahibi bir kişi veya ailedir ve firmanın değerini arttırmak için önemli bir teşviktir. Diğer uça da, hisseler çok sayıda insana aittir. Bu durumda hiç kimse yönetimi gözetmek ve bunların firmayı hissedarların çıkarları doğrultusunda yönetmesini sağlamak için bir teşviğe sahip değildir. Arada bir durumda ise, bir veya fazla hissedar büyük hisseye sahiptir ve bir çok küçük hissedar birkaç hisseye sahiptir ve büyük hissedarlar firma yönetimini gözetim ve hisse değerini maksimize etme motivasyonuna sahiptir.

Yakın zamandaki bazı teorik analizler mülkiyetin az elde toplanmasının önemli yönlerini incelemiştir . Burkart, Gromb ve Panunzi(1997) büyük hissedarların gözetiminin maliyet ve yararlarını ele almıştı. Bu kişiler gözetimin kaynakların kötü kullanımını kısıtlayabileceğini fakat yöneticilik insiyatifini de körleştireceğini göstermişlerdir.⁵³ Kontrol ve insiyatif arasında bir alış-veriş(trade off) bulunmaktadır. Bolton ve Von Thadden(1998a,b) likidite ve kontrol arasındaki alışveriş(trade off) incelemiştir. Büyük bir bloğa sahip olmak gözetim konusunda teşviktir fakat likidite eksikliğine sebep olmaktadır.⁵⁴

Hisse mülkiyetinin yoğunlaşmış/yayılmış olması değişik ülkelerde farklılıklar göstermektedir. ABD ve İngiltere' de hisse mülkiyeti yoğunluğu nispeten düşük olurken Japonya ve özellikle Almanya yüksek yoğunlaşmaya sahiptir. Özellikle İngiltere'de ve bir dereceye kadar ABD' de mülkiyet aile ve büyük bloklara aittir. Firma halka açıldıktan sonra genellikle kurucu aile hisselerin önemli bir bölümünü elde tutar.

Japonya ve Almanya'da finansal kurumların hisse sahibi olmasındaki önem ve etkili piyasa kontrol sisteminin olmaması, bu ülkelerde kanuni temsilcilik sorununun büyük

⁵² Stiglitz J. (1985), *Credit Markets and the Control of Capital*, Journal of Money, Credit and Banking, S. 17, ss. 133 – 152.

⁵³ Burkart, Mike, D. Gromb, F. Panunzi (1997), *Large shareholders, Monitoring and the Value of The Firm*, Quarterly Journal of Economics, S. 112, ss. 693 – 728.

⁵⁴ Bolton, Patrick, E. Von Thadden (1998a), *Blocks, Liquidity and Corporate Control*, Journal of Finance, S. 53, ss. 1-25.

- Bolton, Patrick, E. Von Thadden (1998b), *Liquidity and Control: A Dynamic Theory of Corporate Ownership Structure*, Journal of Institutional and Theoretical Economics, S. 154, ss. 177 – 223.

şirketler için dışardan gözetimci olarak hareket eden finansal kurumlar tarafından yürütüldüğünü göstermektedir.

Japonya'da bu gözetim sistemi Ana Banka Sistemi olarak bilinmektedir. Bu sistem savaş sırasında kredinin dağıtım şekli nedeniyle ilerleyen firma ve bankalar arasındaki yakın ilişkiler sonucu doğmuştur. Bu sistemin ana özellikleri banka ve müşterisi firma arasındaki uzun vadeli ilişki, bankanın müşterisinin borç ve hissesine sahip olması ve müşterisinin finansal açıdan sıkıntıda olması durumunda bankanın aktif müdahalesini içerir. Bu ana banka ilişkisinin bankanın tayin edilen gözetimci olarak hareket etmesini sağladığı ve yönetici ile hissedarlar arasındaki temsilcilik sorununu gidermeye yardımcı olduğu yaygın şekilde tartışılmıştır. Hoshi, Kashyap ve Scharfstein(1990) ana banka sisteminin firmalara likidite sıkıntılarını hafifleterek ve temsilcilik maliyetlerini azaltarak yardımcı olduğu konusunda kanıtlar sunmuştur.⁵⁵ Ayrıca bono pazarına ulaşmak daha kolaylaştığı için firmaların banka bağlarını 1980'lerde azalttığı hususunda da çalışma yapmışlardır. Hayashi(1997) ana banka bağlarının likidite sıkıntılarını hafiflettiğine dair kanıt bulmamıştır.⁵⁶ Genelde, ana banka sistemi finansal sıkıntı döneminde önemli, firma iyi durumdaysa daha az önemli görülmektedir.

Almanya'da birçok banka müşterisi hisselerini bankalara istedikleri an almak üzere bıraktığı ve kendi adlarına vekalet oyu kullanmalarına izin vermektedirler. Bunun sonucunda bankalar kendi sahip oldukları hisselerin izin verdiği kadar daha fazla oy hakkı olan hisseyi kontrol eder ve büyük sınıai kuruluşlarının yönetim kurullarında daha fazla temsil edilirler. 1978 Tekel (Monopoly) Komisyonu araştırması en büyük 100 şirkette bankaların hisselerin %40'ının oyunu kontrol ettiği ve kurulların 2/3'ünde temsil edildiğini bulmuştur. Alman bankaları böylece sınıai ile çok yakın bağlara sahip olma, firmalarla uzun vadeli ilişkiler oluşturma eğilimindedir. Bu hausbank sistemi olarak bilinmektedir. Bazı araştırmalar Alman bankalarının dışardan gözetiminin etkinliği konusunda kanıtlar sağlamıştır. Bankalarla güçlü bağları olan firmaların, zayıf firmalar kadar likidite sorunlu olmadıkları görülmektedir(Xavier Vives 2000).⁵⁷ Cable(1985) ve Gorton ve Schmid(1996) hisselerinin daha büyük oranlarının bankalar tarafından kontrol edildiği firmaların daha iyi durumda olduğuna ait kanıtlar

⁵⁵ Hoshi T., A. Kashyap and D.Scharfstein (1990), *The Role of Banks in Reducing the Costs of Financial Distress in Japan*, Journal of Financial Economics, S. 27, ss. 67-68.

⁵⁶ Hayashi F.(1997), *The Main Bank System and Corporate Investment: An Emprical Reassessment*, National Bureau of Economic Research, No. 6172 .

⁵⁷ Xavier Vives (2000), a.g.e., s. 47.

bulmuştur. Bu kanıt bankanın işin içinde olmasının firmaya yardımcı olduğu hipotezi ile tutarlıdır.⁵⁸

Japonya ve Almanya'da bankaların dışardan gözetimci olarak etkinliklerinin değerlendirilmesinde bazı sorunlar ortaya çıkmaktadır. Bunların birincisi bankaların kendileri de firmalar gibi kanuni temsilcilik sorunları ile karşılaşmaktadır.

Almanya'da bankalarda şirket yönetim rolünün literatürde fazla abartıldığını iddia edilmektedir. Bankaların borç veren, hissedar veya vekalet oy kullanıcı olarak sanıldığı kadar etki derecesine sahip olmadıklarına dair çeşitli kanıtlar mevcuttur. Örneğin, bir şirkette kontrol edilen oyların sayısının bankanın gözetim kurulunda bulundurduğu temsilci sayısıyla zayıf bir bağlantısı olduğu bulunmuştur(Xavier Vives 2000)⁵⁹

Alman kurumsal yönetim sisteminin başarısızlığının uç örnekleri olarak Metallgesellschaft ve Daimler-Benz'i gösterilmektedir. Metallgesellschaft petrol vadeli piyasasında uzun pozisyon tuttuğunda bir milyar usd nin üzerinde zarar etmiştir. Bu pozisyon Amerika'da evlere sabit fiyattan fuel oil satma planının bir parçası olarak alınmıştı. Deutschebank temsilcisinin başkan olmasına rağmen gözetim kurulunun, gelişen olaylar karşısında stratejiyi tam anlamamış oldukları görülmüştür.

Azınlık yatırımcılarının iyi korunduğu ABD ve İngiltere hariç şirketlerin hisseleri yayılmış değildir ve bunun yerine aileler veya Eyalet tarafından kontrol edilmektedir. Diğer bir istisna Almanya olup burada bankalar bazı büyük şirketlerin yönetiminde sahip oldukları hisseler kanalıyla önemli rol oynamaktadırlar. Azınlık hissedarların korunmasının ve yoğunlaşmış hisse mülkiyeti arasında negatif ilişki mevcuttur. Bunun anlamı, yasal korumanın zayıf olduğu durumda, azınlık hissedarlarının suistimal edilmesine karşı en iyi korunma yöntemi büyük blok hisse sahibi olmaktır.

7.5. Borç (Kredi)

Kurumsal yönetim literatürünün önemli bir bölümü yöneticileri disipline etme aracı olan borcun rolü üzerinde odaklanmıştır. Grossman ve Hart (1982) yöneticilerin hisse ihracı yerine borç kullandıklarında kendilerini daha çok çalışmaya vereceklerini tartışan ilk kişidir.⁶⁰ Aynı şekilde, Jensen'in(1986) serbest nakit akış teorisi borcun, yöneticilerin kaynakları israf

⁵⁸ Cable J. R. (1985), *Capital Market Information and Industrial Performance*, Economic Journal, S. 95, ss. 118 – 132.

- Gorton G. and F. A. Schmid (1996), *Universal Banking and the Performance of German Firms*, National Bureau of Economic Research, S. 5, s. 453.

⁵⁹ Xavier Vives(2000), a.g.e., s. 47.

⁶⁰ Grossman,S and O.Hart (1982), *Corporate Financial Structure and Managerial Incentives*, University of Chicago Press.

etmelerini önlemek için kullanabileceğini ifade etmiştir.⁶¹ 1980'lerin sonlarında ve 1990'ların başlarında yöneticiler veya başka grupların büyük oranlarda borçlanma ile firma satın almalarının temsilcilik sorunlarına etkili bir cevap olduğu yoğun şekilde tartışılmaktaydı. Ancak, borcun yöneticilerin davranışları üzerinde istenilenlerin yanı sıra istenmeyen etkileri de olabilir. Önemli miktarda borç kullanılmışsa, yöneticilerin firmanın değerini düşürücü projeleri bile kabul etme ve risk alma teşvikinin oluşması sözkonusudur. Myers(1977) firmaların ödenmesi gereken büyük borçları olduğunda iyi projelerden vazgeçebileceklerini belirtmiştir. Bunun nedeni, finansal sıkıntı yaşayan bir firmada iyi bir projenin gelirleri alacaklılara gitmesidir.⁶²

Sonuç olarak, modern şirketlerde mülkiyet ve kontrolün ayırımına işaret edildiğinden itibaren kurumsal yönetim hakkındaki literatür hissedarlar ve yöneticiler arasındaki kanuni temsilcilik sorununa yoğunlaşmıştır. Yönetim kurullarının bu sorunun üstesinden gelmek için etkisiz bir yol olduğu kabul görmüştür. Bunun yerine odaklanmanın harici yönetim mekanizmaları üzerinde olmuştur. Gördüğümüz üzere teorik ve deneysel kanıtlar bunların da iyi çalışmadığını göstermektedir.

ABD ve İngiltere'de şirket yönetimi konusunda ana harici mekanizma pazardır. Bunun üç çalışma şekli vekalet oylar, dostça birleşmeler ve hasmane alımlardır. Yönetim kurulları gibi vekalet yarışmalarında yöneticileri disipline etmek için etkisiz araçlar olduğu üzerinde yaygın bir mutabakat vardır.

Dostça birleşmeler verimlilik kazançları sağlamakta fakat temsilcilik sorununu çözmemektedir. Yöneticilerin disipline edilebileceği tek yol olarak hasmane alımlar kalmaktadır. Ancak ,bunlar nispeten yakın zamanların icadı olup 1960 lara kadar yaygın olarak kullanılmamıştı. Firmaların verimliliğinin çok fazla değişmediği bu noktada belirgindir. Son olarak , deneysel kanıtlar farklı sonuçlar ortaya koymuştur. Birleşmeler ve satınalmalar sonucunda borsa değerlerinde artışlar olmakta fakat bu artışların neden olduğu açık değildir. Muhasebe verilerinin incelenmesi sonucu elde edilen kanıtlar işletme verimliliğinde değişiklikleri bulmanın zor olduğunu göstermektedir.

Japonya ve Almanya'da şirketi kontrol edecek piyasanın olmayışı temsilcilik sorununun nasıl giderileceği konusunda alternatif bir teoriye yol açmıştır. Japonya'da bu rolü ana banka sisteminin üstlendiği belirtilmiştir. Buradaki düşünce, tipik olarak aynı zamanda bir blok hisseye sahip ana banka firmayı gözetimde önemli oranda etkili olabilmektedir.

⁶¹ Jensen M. (1986), Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers, American Economic Review, S. 76, ss. 323 – 329.

⁶² Myers S. (1977), Determinants of Corporate Borrowing, Journal of Financial Economics, S. 5, ss. 147 – 175.

Almanya'da hausbank sistemi benzer bir şekilde çalışmaktadır. Temel farklılık, borçlar ve doğrudan hisse mülkiyetine ek olarak Alman bankalarının müşterilerinin hisseleriyle vekaleten oy kullanabilmeleridir. Yöneticilerin hissedarların çıkarlarını gözetmelerini sağlayacak bu mekanizmalar ne kadar etkilidir? Teorik düzeyde bankaların , hissedarların değerlerini maksimize etme rolünü niçin üstlenmeleri gerektiği konusunda bir sorun vardır. Şirketler gibi bankalarında temsilcilik sorunundan zarar görmemesi için hiçbir neden görülmemektedir. Bu tür sistemin etkinliği konusunda deneysel düzeydeki kanıt bir firma finansal sıkıntı yaşadığı zaman ana bankası müdahale etmekte ve firma bir banka ile bağlantısı olmayan benzer durumdaki firmalardan daha başarılı olabilmekte olduğudur. Bunun dışında bankanın işin içinde olmasından ötürü pozitif etki konusunda kanıtlar çok azdır.

Kurumsal yönetim üzerinde literatürün bir başka odak noktası temsilcilik sorununun üstesinden gelmek için borç finansmanın kullanımı olmuştur. Bu argümana göre firmayı kazancının büyük miktarını borç faizi olarak ödemeye zorlayarak, yöneticilerin işe daha fazla bağlanmasını sağlamakta ve hissedarların parasını çarçur etmeleri önlenmektedir. Deneysel olarak sorun en yaygın finansman şeklinin alı konulmuş karlar olmasıdır. Borç nispeten az kullanılmaktadır. Çoğu şirket faiz ödemelerini karşılamakta çok az zorluk çekmektedir.

Özetlenirse, çok sayıda literatürün odağı olan standart kurumsal yönetim mekanizmalarının çok etkili çalışmadığı görülmektedir. Ancak bu dış disiplin ve gözetim eksikliğine rağmen çoğu firmaların verimli şekilde faaliyet gösterdiği gözükmemektedir. İncelen tüm ülkelerde uluslararası pazarlarda etkin şekilde rekabet eden çok firma bulunmaktadır ve bunların hissedarları tarihi gelişim içinde yüksek oranlarda gelir elde etmişlerdir.

Standart kurumsal yönetim mekanizmaları verimsiz olurken firmalar nasıl verimli çalışabilir ve hissedarlarına gelir yaratabilirler? Yönetimin standart temsilcilik görüşünden daha geniş bir perspektifinin gerekli olduğunu tartışılmıştı. En önemli olan husus ürün pazarlarında dinamik rekabetin firmaları sürekli değişen koşullardaki rekabetçi pazarlarda hayatta kalabilmeleri için, maliyeti minimize etmekten daha fazla şeyler yapan girişimci yönetim ekiplerine sahip olmaları gerekmektedir. Bunlar firmaların gelecekte hareket edecekleri yön konusunda iyi kararlar almalıdırlar. Yöneticiler hissedarların sadece yedekleri olmaktan kurtulup, inisiyatif ele almalıdırlar. Bu tür durumlarda muhtemelen önemli oranda fikir farklılıkları olacaktır ve standart temsilcilik çerçevesi geçerli olmayacaktır. Potansiyel işgalciler ve yöneticiler tarafından gözetim anlamsızdır. Yapılacak en iyi şey yönetim ekiplerinin rekabet etmesini sağlamak ve hangilerinin başarılı olduğu ve hayatta kaldığını görmektir. Bir işgalcinin verimsiz bir firmayı satın alıp, onun politikalarını değiştirmesini

tercih yerine en iyi firmaların pazarı ele geçirmeleri daha iyi sonuç ortaya koyar. Bu geniş bakış açısı, farklı dahili ve harici yönetim mekanizmalı firmaların niçin oldukça verimli çalışabildikleri ve hissedarlarına gelir sağladıklarını açıklayabilecektir .



II. BÖLÜM

ŞİRKET FİNANSMANI VE ŞİRKET KONTROLÜNÜN

EKONOMİK VE POLİTİK YÖNÜ

1. GENEL AÇIKLAMA

Bu bölümde şirket kontrolü için şirket finansmanın önemi yeniden değerlendirilecek ve kurumsal yönetim teorisi bu bakış açısıyla ele alınacaktır.

Shleifer ve Vishny (1997) ye göre “kurumsal yönetim, şirketlere finansman sağlayanların yatırımlarını karşılığını almalarını sağlayacak yöntemlerle uğraşmaktadır”. İleri ülkeler uygun yönetim mekanizmaları kanalıyla firmalara büyük miktarlarda sermaye akışını sağlamışlar ve finansman sağlayanlara gerçek kar dönüşünü garanti altına almışlardır”.⁶³ Bu görüş şu düşüncelere dayanmaktadır: (I) şirketler yatırım için dış fona ihtiyaç duymaktadır, (II) finans sektörü bu tür fonları bireylerden şirketlere aktarır ve (III) bu sistemde dışarıdan fon sağlayanların çıkarları, yönetimin yanlış davranışları olduğu durumda müdahale imkanı veren kontrol haklarıyla korunmuştur.

Kurumsal yönetime bu bakış ile literatür, şirket yönetimi ve finansörler için farklı yönetim mekanizmalarının etkilerini incelemiştir. Çalışmalar şirketin bir çok dış finansörü olduğunda herhangi birinin şirket yönetimini gözetmesi ve kontrolü hepsine ortaklaşa yararlar sağlamasına yönelik free rider sorununa odaklanmıştır. Free rider bir projede hakkında fazlasını alan veya yüklenmesi gereken maliyete katlanmayan kişi olarak tanımlanmaktadır. Hissesi bir çok kişiye yayılmış firmada küçük hissedarlar hep diğer hissedarın gözetim görevini üstlenmesini bekler. Her hissedarın yararına olan gözetimi üstlenme bir türlü gerçekleşmez. Çünkü bu yükün taşınmasını herkes diğer ortaktan bekler. Bu free rider sorunu büyük bir hissedarı olan firmada (Shleifer ve Vishny 1986); Admeti Pfleiderer ve Zechner 1994) veya sadece “ana banka” ilişkisi olan bir firmada olduğu gibi (Diamond 1984; Mayer 1988; Hellwig 1991) finans ve kontrol (az elde toplandığında) yoğunlaştığında azalmaktadır.⁶⁴ Benzer bir şekilde finans ve kontrol yoğunlaşmasının

⁶³ Shleifer A. and R.Vishny (1997), a.g.e. ss. 737-787.

⁶⁴ Shleifer A. and R.Vishny (1986), *Large Shareholders and Corporate Control*, Journal of Political Economy, S. 94, ss. 461-488.

- Admati A., P. Pfleiderer, J. Zechner (1994), *Large Shareholder Activism, Risk Sharing and Financial Market Equilibrium*, Journal Of Political Economy S. 102, ss. 1097 – 1130.

- Diamond D. (1984), *Financial Intermediation as Delegated Monitoring*, Review of Economic Studies, S. 51, ss. 393 – 414.

- Mayer C. (1988), *New Issues in Corporate Finance*, European Economic Review, S. 32, ss. 1167 – 1188.

- Hellwig M.(1991), *Banking, Financial Intermediation and Corporate Finance*, Cambridge University Press, ss. 33 – 63.

hasmane alımları kolaylaştırdığı görülmüştür (Manne 1965, Grossman ve Hart 1980, Jensen ve Ruback 1983).⁶⁵

Bu yüzyılın büyük bölümünde şirket faaliyetinde finansal sistemlerin rolü üzerinde tartışmalar olmuştur. Şirketler , finansal ve yasal sistemlerdeki ülkeler arası farklılıkların, ülkeler arası ekonomik performans üzerinde her hangi bir etkisinin olup olmadığı hakkında hala fikir birliği oluşması gerekmektedir.

Ekonomik performansta farklı finansal, şirket ve yasal sistemlerinin kıyaslamaları yapılacaktır. Bu tartışmaların uzun bir geçmişi vardır.Yakın zamana kadar bunlar İngiliz ve Alman sınai performansı üzerinde de bankaların rolü kıyaslaması şeklinde olmuştur. “Bankaya karşın Piyasa “ bazlı finansal sistemlerin etkileri Batı Avrupa ve Japonya ekonomilerinin savaş sonrası “Altın Çağ” büyümelerinin gözden geçirilmesi sırasında tekrar incelenmiştir. Fakat tek firma ve kuruluş verilerini kullanan daha ayrıntılı deneysel çalışmalar Alman ve Japon sistemlerinin avantajlarının kaynağını ispatlayamamıştır

“Bankaya karşın piyasa” tartışmalarında olduğu gibi incelemeler ülke, tek firma ve kuruluşlar düzeyinde yapılmıştır. Şirket performansında yasal kuralların önemi, yasal kuralların yapısı ve originine bağlı olarak (common law=Geleneksel İngiliz hukuku, civil law=medeni hukuk) yatırımcı ve kreditor korunması ülkeler arasında önemli şekilde değiştiği gözlemlenmektedir.

Mukayeseli finansal, şirket ve yasal sistemler üzerindeki tartışmaların değerlendirilmesi yapılar da net farklılıklar olduğunu ve bu farklılıkların performans üzerindeki etkilerinin saptanmasının daha da zor olduğunu göstermektedir

Ekonomik büyümenin mi daha gelişmiş bir finansal sistem geliştirilmesine neden olduğu yoksa finansal sistemin gelişmişliğinin mi ekonomik büyümeyi desteklediği sorusuna yanıt aranacaktır. Bu tür çalışmalar farklı düzeylerdeki kişi başı gayri safi milli hasılaya sahip olan farklı ülkeleri incelemektir. Sonuçta bu çalışmalar bankacılık sektörleri ve hisse senedi pazarlarının büyüklüğü ve derinliği ile ölçülen finansal gelişmenin, ekonomik büyümeyi geliştirdiğini göstermektedir.

Finansal gelişmenin (banka veya piyasaya bağlı) ekonomik büyüme için iyi olduğuna dair ciddi kanıtlar bulunurken, ileri ülkelerde yapılan araştırmalarda herhangi bir finansal

⁶⁵ Manne H. (1965), a.g.e., ss. 110 - 120.

- Grossman, S and O. Hart (1980), a.g.e., ss. 42 – 64.

- Jensen M. and R. Ruback (1983), *The Market for Corporate Control, Scientific Evidence*, Journal of Financial Economics, S. 11, ss. 5 – 50.

veya kurumsal sisteminin büyüme açısından diğerinden daha iyi olduğuna dair net kanıt yoktur.

2. ŞİRKET FİNANSMANI VE ŞİRKET KONTROLU

2.1. Firmalarda Finansmanın Kontrol Üzerindeki Etkisi

Dış finansörlerin firmalar üzerinde kontrol kurması, firmaların sistematik olarak kontrol gücü karşılığında finans aldıkları hipotezine dayanmaktadır. Bu düşünce çok doğru değildir, çünkü şu hususları göz ardı etmektedir (i) ileri ekonomilerde bile yatırımın önemli bir bölümü alı konulmuş karlar ile finanse edilmektedir (ii) yatırım ve finansman stratejileri genellikle mevcut kontrolün bağımsızlığını muhafaza edecek şekilde belirlenmektedir ve (iii) daha önceki kontratların dışardaki yatırımcılara kontrol hakları sağladığı durumlarda bile, sonraki gelişmeler yönetime bu kontratları iptal etme olanağını verebilmektedir.

Alı konulmuş karların önemi Myers ve Majluf (1984) tarafından tartışılan “pecking order (önce-sonra düzeni)’ne uymaktadır: Yeni yatırımlar önce alı konulmuş karlar ile , sonra kredilerle ve son olarak yeni hisse çıkararak finanse edilir.⁶⁶ Bazı firmalar yatırımlarını, alı konulmuş karlar ile yapabilecekleri kadarıyla veya alı konulmuş karlar ve borçlarla kısıtlamaktadırlar. Çok az firma yeni fonların kaynağı olarak borsaya bakmaktadır. Gerçekten de ABD’deki halka açık firmalarda harici finansman için borsanın rolü ilk halka arzda ve kısa süre sonra önemli rolü olduğunu Rajan ve Zingales (1998) göstermiştir.⁶⁷ Olgunlaşmış firmalar için borsanın finansman katkısı negatiftir. Olgunlaşmış firmalar için, kredi yenilemeleri kredi geri ödemelerini karşılayamamakta ve kredi finansmanın toplam finansmana katkısı da negatiftir.

Myers ve Majluf ‘a göre alı konulmuş karların yeniden yatırıma dönüştürülme kararı otonom hareket eden yönetim tarafından etkin bir şekilde verilir. Hissedarlar toplantısı yapılması ve hissedarların onayı gerekse bile hissedarların yönetime karşı bir muhalefet yapması zordur. Bunun tersine, borçla finanse edilen yatırımlar için parayı koyan , borç verenin onayı gereklidir: dahası , bu konuda bir risk vardır. İşler kötüye giderse; işletmeyi devam ettirmek için borç verenin iyi niyetine bağlı kalınabilir. Son olarak, yeni hisse ile

⁶⁶ Myers S. and N. S. Majluf (1984), *Corporate Finance and Investment Decisions When Firms have Information That Investors Do Not Have*, Journal of Financial Economics, S. 13, ss. 187 – 222.

⁶⁷ Rajan R. and L. Zingales (1998), *Financial Dependence and Growth*, American Economic Review, S. 88, ss. 559 – 586.

finansman ilerdeki oy haklarının dışarıdakilere teslimini gerektirir ki bu da mevcut yönetiminin veya blok hissedarların kontrolü kaybetme riskini artırır.

Küçük ve orta boy özel Alman şirketleri üzerinde yapılan bir araştırmada, araştırmaya katılanlara bir önceki yılın satışlarına göre % 10 dolayında kâr azalması yaşadıklarında kârlı yatırım projelerine devam edip etmeyecekleri sorulmuştur. 1509 kişiden 819'u olumlu yanıt vermiştir. Bunu izleyen bir soru, önemli miktarda bir borcun mevcut piyasa fiyatlarından verilmesi halinde bu yatırım projelerine devam edip etmeyecekleri olmuştur. Birinci soruya evet diyenlerin yarısından çoğu bu kez hayır demiştir. Sadece 334 kişi evet yanıt vermiştir(Xavier Vives 2000).⁶⁸ Yanıt verenler, sürekli olarak, şirketlerinin kontrolünü kaybetme korkusuna dayalı olarak dış finansmana soğuk bakmışlardır.

Hisse senedi ihraç ederek sağlanan finansmanda, kontrolü kaybetme korkusu geçen zamanlarda kıta Avrupa'sında hisse sınıflarının bölünerek çoğalmasına neden olmuştur. Oy hakkı olmayan hisseler, azaltılmış oy hakkı olan hamiline hisseler, kısıtlı transfer hakkı olan isme yazılı hisseler, mevcut girişimciler / yöneticilerin hissedarlar toplantısında çoğunluğu sağlayarak kontrolü elde tutmanın araçlarıdır. Büyük blok hisseler elde tutma da aynı görevi görmektedir: bunlar da iş başındakilerin kontrolü elde bulundurmalarını sağlamaktadır.

2.2. Firmaların Borç ihtiyacı ve Kontrolün Bankalara Geçmesi

Girişimcilerin kontrolü kaybetme korkuları hisse ihraç ederek finansman sağlama kadar borç finansmanını da ilgilendirmektedir. Büyüklükleri ne olursa olsun, firmalar bankaları sürücü koltuğuna oturtacak borçlanma stratejilerinden bilinçli şekilde kaçınmaya çalışmışlardır. Ayrıca, bir bankaya bağımlı olmayı önlemek için çok banka ile ilişkileri geliştirmeye çaba göstermişlerdir. Bankalardan birisi “ ana banka “ (Hausbank) olarak belirlense de bir bankanın seçilmesi bankaya önemli güç sağlamayacaktır. Örneğin, borç faizleri genelde ana banka ve diğerlerinde hemen aynı olduğu görülmüştür. Bu firmanın kredi görüşmelerinde bankaları birbirine karşı rekabete soktuğunu göstermektedir.

Bin beş yüz küçük ve orta boy firmalarla yapılan geniş kapsamlı bir araştırmada firmaların aynı şekilde çok bankalı ilişkileri görülmektedir. Bu çok bankalı ilişkiye rağmen, borç sağlamada önemli bir yoğunluk mevcuttur. Ancak, bu yoğunluğun fonların kullanılabilirliği veya borcun verilme koşullarında hiçbir etkisinin olmadığı gözlemlenmiştir. Eğer herhangi bir etki olsaydı, ana bankası ile uzun süreli ilişkisi ve olumlu kredibilitesi olan bir firmadan daha düşük teminat istenmesi gerekirdi.

⁶⁸ Xavier Vives (2000), a.g.e., ss. 101 – 102.

Teminat koşulları Almanya’da firmaların bankaya borçlanmaları konusunu anlamada yardımcı olmaktadır. Almanya’da bankaların kredilendirme kalitesini değeriendirmede şu hususlar belirtilmektedir: (i) ana bankaların genelde diğeri bankalara göre bilgi avantajı yoktur (ii) Almanya’da banka kredileri teminat ile korunurlar . İflas durumunda Alman bankaları, kredilerinin ortalama % 80’ini teminat sayesinde geri almaktadırlar. Teminatlarla böyle korunan bankaların gözetime fazla kaynak ayırma istekleri yoktur. Daha genel olarak, borçlunun yükümlölüklerinin borç finansmanında açıkça belirlenmesi finansman ilişkilerinde finansörün kontrolünün küçük olmasını sağlar.

Bu resim Mayer (1988) tarafından ele alınan Alman “ ana banka sistemi “ ile çelişkilidir.⁶⁹ Bu sisteme göre, dış fona ihtiyacı olan bir firma kendini bir ana bankaya bağlayarak kredi alır ve bu banka, firmayı kontrol ederek yatırımının getirisini garanti eder. Böyle bir “ana banka ilişkisi”nin uzun süreli olan projelerin finansmanını teşvik ettiğı söylenmektedir (Von Thadden 1992).⁷⁰ Ana banka ilişkisi, firma kalitesi hakkında başlangıçta belirsizlik olan durumlarda fonlamayı teşvik etmede de görölmektedir: İşler iyiye gittiğı zaman, borçlunun başka bankaya gitmesine engel olur ve bankanın başarılı olan başlangıç finansmanı sonucunda firmanın uzun vadeli kârlarından pay almasını sağlar (Mayer 1988, Sharp 1990).⁷¹

Banka finansmanının ana banka tarafından bir kontrol unsuru oluşturması genellikle açık bir kontratla değil zimni bir kontrat ile sağlanmaktadır. Örneğın, bir ana bankanın ilişkisinin özel durumunu bir kontratta açıkça belirtilmesi zordur: firmayı sadece ana bankası ile kısıtlayan bir kontrat maddesi mahkemede geçerli olması olası değildir. Ancak, ana bankanın özel durumu aşağıda belirtilen zimni bir anlayışın sonucunda olabilir: (i) firma yanlış bir davranışta bulunduğında bankanın krediyi vadesinden önce çağırma korkusu (ii) ana bankanın firmayı, riskli görüp bırakması durumunda bilgi avantajına sahip olmayan diğeri bankaların devreye girmesinin güç olması . Ana bankanın gücü bu mekanizmanın etkinliğine bağlıdır.

Ancak, ana bankanın tehditleri ne kadar etkili olursa, firmanın bankadan kurtulma çabalarındaki isteklilik o kadar fazla olur. Hellwig (1991), Rajan (1992) tartışıldığı üzere, bankanın firma üzerindeki gücünü arttıran her hangi bir araç güç suistimali olasılığını da

⁶⁹ Mayer C. (1988), a.g.e., ss. 1167 – 1188.

⁷⁰ Von Thadden L. (1992), The Commitment of Finance, Duplicated Monitoring and the Investment Horizon, CEPR Network in Financial Market, Paper 27.

⁷¹ Sharpe S. (1990), Asymmetric Information, Bank Lending and Implicit Contracts: Journal of Finance, S. 45, ss. 1069 – 1087.

yükseltecektir.⁷² Bu durumda firma bankadan kaçmaya çalışacaktır – gerekirse gizli alternatifler geliştirerek. Ana banka ile özel ilişkiye başlayan ve aynı zamanda ikinci bir banka ile “ bilgi alışverişini “ geliştirmeye çalışan – fakat ikinci bankadan fazla bir finansman almadan – orta boy bir şirket örnek olarak verilebilir. İki yıl kadar sonra ana banka kredi koşullarını yeniden görüşmek istediği zaman firma alternatif olarak ikinci bankaya sahip olması sebebiyle avantajlıdır çünkü ikinci banka bilgilendirmeden ötürü firmayı tanır ve kredi vermeye hazır olur.

Bu konuda biraz daha derin değerlendirmek için Japonya’da banka – firma ilişkilerinin nasıl gelişmeye devam edeceğini görmek ilginç olabilir. Savaş sonrası dönemde Japonya Almanya’dan bile daha fazla , ana banka ilişkisi üzerine kurulan bir sistemin örneği olarak görülmekteydi. Bu sistemde bankalar, kâr etmek için firma üzerindeki güçlerine güvenmekteydi. Japonya’da bile, firmaların bankalardan kurtulması gerçekleşmiş gibi görünmektedir. İç finansmanın yanısıra yeni gelişen bono pazarına dayanmak banka finansmanına bir alternatiftir (Hoshi, Kashyap ve Scharfstein 1990).⁷³ Halen süren resesyonda bankacılık krizinin etkileri kalmış gözükmemektedir.

Bu durumda, dışarıda yayılmış hissedarları olan bir şirketin yönetiminin, bu hissedarların yayılmış kalması yönünde yüksek arzusu vardır (hiçbir hasmane alımın olmaması ve kendi kontrolleri dışında başka kontrol edici hisse bloklarının oluşmaması gibi). Yasal olarak mümkün olduğu ölçüde, işbaşındaki yönetim, yönlendirme gücünü kullanarak veya hissedarlar toplantısını etkileyerek hisselerle ilgili kontrol haklarının dağılık ve etkisiz kalması için yetkilerini kullanacaktır.

Çapraz mülkiyet gibi bir sistem dışarıdan hissedarlara hisselerinde bulunan kontrol haklarını kullanma için bir alan bırakmamaktadır(ister doğrudan oy kullanmada ister hisselerini potansiyel bir alıcıya satarak). Franks ve Mayer (1995) Almanya’da hasmane alımların hemen hemen hiç olmadığını belirtmektedir. Oy haklarının sınırlandırılmasının yanısıra, çapraz mülkiyetler buna bir açıklama getirmektedir.⁷⁴

ABD’de olaylar farklı mı ? “bankalara karşı pazarlar ” tartışmasının altında yatan, ABD’de şirket yöneticileri Pazar tarafından disipline edilmektedir, daha açıkçası, şirketlerini verimli bir şekilde hissedarların çıkarları doğrultusunda yönetmemeleri halinde hasmane alımların olma olasılığı artmaktadır. Bu açıdan, dışarıdaki dağılık hissedarlar, yöneticileri

⁷² Hellwig M. (1991), a.g.e., ss. 33 – 63.

- Rajan R.(1992), *Insiders and Outsiders:The Choice between Relationship and Arm's Length Debt*, Journal of Finance,47,ss.1367-1400

⁷³ Hoshi T.,A. Kashyap and D.Scharfstein(1990), *Bank Monitoring and Investment*, University of Chicago Press, ss. 105 – 126.

⁷⁴ Franks J. and C. Mayer (1995), *Ownership and Control*, Mohr (Siebeck),ss.171-195.

daha sonra işten atabilecek ve şirketi yeniden yönlendirecek üçüncü partilere şirketi ve aktiflerini satarak kendi nihai kontrol haklarını kullanabilirler. Piyasanın şirketi kontrolü, yöneticilerin sürekli satın alma tehdidine maruz kaldıkları bir mekanizma olarak görülmektedir.

Aslında , Amerikan deneyimi yirmili , altmışlı ve seksenli yıllarda aktif alımların olduğu ve aradaki sürede hemen hemen hiçbir alım pazarının olmadığı çok karmaşık bir pazardır. Bir duraklamadan sonra, şirket alma ve birleşme piyasası doksanlı yıllarda tekrar çok aktif olmuştur fakat bu faaliyetlerin çoğunun kurumsal yönetimden ziyade ürün pazarlarında pazar gücü ile ilgilendikleri gözükmemektedir. Seksenli yılların satın alım aşaması yeni finansal ürünlere, vergi kurallarına, eyalet bazında satın almayı zorlaştıran yasalara(anti take over law) bağlı idi; 1989 yılında bunun sona ermesi sadece olumsuz Pazar gelişmelerinden değil satın almayı zorlaştıran savunma mekanizmalarının oluşturulması ve eyalet anti take over yasaları konusunda yeni mahkeme kararları sonucunda olmuştur(Jensen 1991).⁷⁵

Yetkili bir yönetim, kendilerini dışarıdan gelecek müdahaleden koruyacak ana sözleşme değişikliklerini sağlamak için hissedarlar toplantısındaki gücünü kullanmaktadır. Kullanılan yasal araçlar değişiktir, fakat bu temel fonksiyonel benzerlik gözden kaçırılmamalıdır. Her bir olayda, kıta Avrupa'sında olduğu gibi ABD' de de devam eden yönetmelik değişiklikleri yönetimin dışarıdan kontrole karşı bağımsızlığını desteklemek ve dışarıdan hissedarların kontrol haklarını sulandırmak veya geçersiz kılmak için kullanılmaktadır.

Bu konuda şaşırarak bir şey yoktur. Yöneticileri disipline etme mekanizması olarak piyasanın şirketi kontrolü teorisi, yayılmış hisse sahipliği ile hissedarlar toplantısına yönetimin egemen olduğu , hissedarların yönetime karşı bir muhalefet organize etmeyi çok pahalı buldukları gerçeğinden başlamaktadır. Dışarıdan hissedarların oy haklarını sulandırma veya geçersiz kılmayı da içermektedir. Yönetimin yönetmeliklerdeki değişiklikleri uygun ve gerekli gördüğünde yapacağını beklemeliyiz.

Yasal kısıtlamalar (kıta Avrupa'sı veya Japonya'ya göre) Amerikalı yöneticilerin kendi firmalarını, dışarıdakilerin kontrol etme tehdidine karşı bağımsızlık sağlama yetenekleri açısından farklılıklar göstermektedir. Fakat bundan Amerikalı şirket yöneticilerinin, Avrupalı veya Japon meslekdaşlarına göre daha fazla dış kontrol tehdidine maruz kaldıkları anlamını

⁷⁵ Jensen M. (1991), Corporate Control and the Politics of Finance, Journal of Applied Corporate Finance, S. 4, ss. 13 – 33.

çıkarmamak gerekmektedir. Organize borsalar şirketlere belirli finansörlere olan bağımlılıklarını azaltma imkanı sağlamaktadır. Finansal kurumlar ve şirket arasında çok yakın ilişkilerin olduğu bir sistemde, halka açılmak bankacılar ve risk sermayedarları tarafından tehdit edilen girişimci veya yöneticiye bir seçenek sunmaktadır. Hukuki kısıtlamalar çerçevesinde hisse sahipleri mevcut yönetimin şirket işlerinde söz sahibi olmak isteyen finansörlerden kurtarmasına yardımcı olmaktadır.

3. KONTROLÜN EKONOMİK YÖNÜ

3.1. Dış Kontrol Eksikliğinin Yatırım Üzerindeki Etkisi

Schleifer ve Vishny (1997) dış kontrol olmaması durumunda dışarıdaki finansörlerin firmalara fon sağlamada tereddüt etmelerine neden olduğunu belirtmiştir.⁷⁶ O halde deneysel olarak, yatırımın finansmanında iç finansmanın önde gelmesini gözlemlemeliyiz. Mayer 1970-85 döneminde çok sayıda gelişmiş ülkede, alı konulmuş karlar tarafından finanse edilen gerçek yatırımların payı % 50 ile % 100 arasında değiştiğini belirtmiştir. Mayers kredi araçları olan banka kredisi ve bonoları ikinci en önemli kaynak olduğunu ve paylarının % 10 ve % 50 arasında değiştiğini ilave olarak hisse çıkarmanın finansal katkısının dikkate alınamayacak düzeyde olduğu belirtmektedir.⁷⁷ Bu durum Almanya ve Japonya'nın " bankaya dönük " sistemlerinde olduğu gibi ABD ve İngiltere'nin " pazara dönük " sistemlerinde de aynıdır.

Mikroekonomik düzeyde, iç finansmanın rolü firma yatırımının nakit akışı duyarlılığına yansıdığı ABD için Fazzari, Hubbard ve Peterson (1988), Japonya için Hall ve Weinstein (1996) tarafından bildirilmiştir.⁷⁸ Nakit akış duyarlılığı şirket küçük oldukça daha fazla belirgin olma eğilimindedir. Bu da büyük, oturmuş şirketlerin bir nakit akış sıkıntısından kurtulmasını sağlayacak borcu daha kolay alabildikleri gerçeğini yansıtmaktadır. Bankalar fonları kötü dönemlerde küçük ve riskli varsayılın firmalardan büyük, yüksek itibarlı firmalara kaydırmaktadır.

⁷⁶ Shleifer A. and R. Vishny (1997), a.g.e., ss. 737 - 783 .

⁷⁷ Mayer C. (1990), Financial Systems, Corporate Finance and Economic Development, University of Chicago Press, ss. 307 – 332.

⁷⁸ Fazzari S., G. Hubbard, R. Peterson (1988), Financing Constraints and Corporate Borrowing, Brookings Papers on Economic Activity, ss. 141-195.

- Hall B. and D. Weinstein (1996), The Myth of the Patient Japanese: Corporate Myopia and Financial Distress in Japan and the U.S.A., National Bureau of Economic Research.

Bu bulgular nasıl değerlendirilmelidir ? Myers ve Majluf (1984) iç finansmanın diğer herhangi bir finansman türünden daha düşük temsilcilik maliyeti içerdiğine işaret etmektedir. İç finansmanın hakimiyeti yönetim için uygun seçenektir.⁷⁹

Yatırımın nakit akış duyarlılığını literatür fonların tahsisi olarak yorumlamaktadır . Firmaların birçok kârlı yatırım olanakları olduğu kabul edilmektedir. Ancak, firmaların dış finansman yaratma kapasiteleri veya istekleri sınırlıdır. Bu nedenle firmalar kendi kendine finanse etme yetenekleri ile kısıtlanmaktadırlar. Krediyе ulaşabildikleri yerde bile, kredi olanakları onların net zenginlik pozisyonlarına bağlı olacaktır; böylece, yatırım olanaklarını nakit akışları doğrudan kendi kendini finanse etme kabiliyeti ve dolaylı olarak kredi limitleri ile etkiler. İç fonlar bütün kârlı yatırım olanaklarını tüketmediği için, eksik/yetersiz yatırım ortaya çıkar. Yöneticilerin dışarıdaki finansörlere kontrol haklarını aktarmaları hususundaki yetersizlik veya isteksizlikleri yatırımlara akan fonları kısıtlamaktadır.

İç finansmana dayalı bir sistem çok düşük olduğu kadar çok fazla yatırımı da gösterebilir(Martin Hellwig, 1991).⁸⁰ İç finansman kapasitesinin niçin daima kârlı yatırım olanaklarının altına düşmesi gerektiği hususunda hiçbir bir neden yoktur. Nakit akışı bir firmanın yatırım olanaklarını aşarsa, alı konulmuş karlar gereğinden fazla yatırıma yol açar. Bu durum seksenli yılların başında Amerikan petrol şirketlerinin tecrübelerinden bilinmektedir: bilinen kuyulardan gelen yüksek nakit akışı büyük çapta kuyu açma faaliyetlerinin finansmanında kullanıldı ve sonuç olarak düşük kazanç getirdi. Seksenlerin ortasındaki şirket alma dalgası sanayinin yeniden organize olmasını zorlayıncaya kadar devam etmiştir.

İç finansmanın düşük ve fazla yatırıma etkilerini değerlendirmeye çalışırken toplam etkiler ve yapısal etkilerin ayırımının yapılması gereklidir. Gelişmiş ekonomilerde “serbest nakit akış” probleminden kaynaklanan fazla yatırım etkilerinin uzun vadede düşük yatırım etkilerine baskın olacağını düşünmektedir. Eğer yatırım iç finansman kapasitesi ile kısıtlı ise, küçük sermayeli daha az gelişmiş bir ekonomi en azından geçici olarak çok düşük yatırıma sahip olacaktır.

3.2. Serbest Nakit Akışının Kanuni Temsilcilik Maliyeti

Jensen (1986, 1993) alı konulmuş karlara ve mevcut yönetim tarafından tekrar yatırıma yöneltlen fonlara dayalı sistemdeki temsilcilik maliyetlerini vurgulamaktadır. Böyle bir sistemde yatırım kararlarının verimsiz olma olasılığı mevcuttur çünkü yöneticiler

⁷⁹ Myers S. and N. S. Majluf (1984), a.g.e., ss.187 - 222 .

⁸⁰ Hellwig M. (1991), a.g.e., ss. 33-63.

kendilerinden ziyade hissedarlara gidecek olan yatırım getirisini kısmen göz ardı edebilirler.⁸¹

Bu argüman bazı yazarlarca ikna edici bulunmamaktadır. Yatırımın marjinal getirisinin yöneticiden ziyade hissedarlara gideceği fikri yöneticilerin “ serbest nakit akışı “ üzerinde tasarruflarının bulunduğu fikri ile biraz çelişki içindedir. Yönetimin serbest nakit akışı üzerindeki tasarrufunun içinde bulunduğumuz zamandan geleceğe uzandığı farz edilmektedir. Bunun anlamı bugünün yatırımlarının marjinal getirisi geleceğin yöneticilerine gideceğidir. Yönetimin serbest nakit akışını kullanma tasarrufu olduğu bir dünyada, yönetim gerçekte nihai sahiptir. O halde yönetimin yeniden yatırım kararları verimli olması gerekmez mi?

Bu soruyu göz ardı etmek kolay değildir. Yatırımların alı konulmuş karlar tarafından finanse edildiği bir dünyada – ya doğrudan ya da şirket alımlarıyla- böyle dış hisse finansmanına belki gerçekten ihtiyaç yoktur .

Yönetimin serbest nakit akışın kullanma konusundaki tasarrufunun verimlilik uygulamalarına varmak için, şirket kasasındaki paranın yöneticinin cebindeki para ile aynı olmadığı gözleminden başlamak gerekmektedir. Şirketteki para üzerinden nihai talep, özel kullanım için olan para üzerindeki talep ile aynı değildir. Bu farklılığa göre, aşağıdaki etkiler muhtemelen geçerli olacaktır:

- Yönetimin görevde bulunma süresi firmanın hayatta kalmasından kısadır. 50 yaşında (veya daha sonra) icra kurulu başkanı olan ve 65 yaşında (veya daha erken) emekli olmayı bekleyen bir yönetici orada olduğu sürece sonradan şirkete sorun yaratsa bile hoşlandığı stratejileri uygulamaya çalışacaktır.
- Yöneticinin pozisyonunun güvenli olmadığı ölçüde, şirket kaynaklarını bunu desteklemek için kullanma eğiliminde olabilir. Örneğin, rezervlerle kolay yatırım yapabilir çünkü yöneticinin gerçek performansının değerlendirilmesini güçleştirir.

4. KONTROLÜN POLİTİK YÖNÜ

Mart 1997’ de, Deutsche Bank’ın yardımıyla Krupp, Thyssen AG’ye bir hasmane alım teklifi yaptı. Tekliften önce Thyssen’in borsa değeri DM 12.milyar idi. Teklif DM 15 milyar tutarındaydı. Thyssen’in yönetimi bir kampanya başlattı ve şu konuları tartışmaya açtı: (i) şirketin değerinin aslında DM 18 milyar iken Krupp hissedarlara zarar vermek için DM 15

⁸¹ Jensen M. (1986), a.g.e., ss. 323 – 329.

- Jensen M. (1993), a.g.e. ss. 831 – 880.

milyar teklif verdi (ii) Krupp, Thyssen' i, çalışanları, yöneticileri tehdit ederek hissedarlara ödeme yapmak için şirketin aktiflerini talan edeceğini söyledi. Bu ikinci argüman çok başarılıydı, sol kanattan sağ kanata politikacılar, eyalet hükümetlerinden Federal hükümete, sendika başkanları, medya Krupp'un davranışını protesto etti ve teklifin geri çekilmesi için sesini yükselttiler. Eyalet hükümetinin hakemliğinde yapılan bir haftalık görüşmelerden sonra Krupp gerçekten; iki şirketin çelik işletmelerini birleştirme karşılığında teklifini geri çekti. Thyssen'in borsa değeri daha önce olduğu DM 12 milyar düzeyine döndü. Kamuoyu önünde bu olayın hissedarları DM 3 milyardan yoksun bıraktığı konusunda bir şikayet olmadı.

Bu olay yaygın bir fenomeni göstermektedir: kendi pozisyonlarını sağlamlaştırmak isteyen yöneticiler politik sistem, iş gücü, medya ve üniversitelerden daima müttefikler bulacaktır. ABD'de bu mekanizma politik sistemin ve yasamanın seksenli yıllardaki şirket satın almalarına karşı tepkilerinde görülebilir (Jensen 1991).⁸² Almanya'da Krupp – Thyssen olayı bunlardan ayrı bir olay olmayıp otuzlu yılların temettü ödemeleri konusundaki yasal zorunlu limitten bugünün azınlık hissedarları lehine mevzuat ve hukuk sistemi tarafından eşit davranılmaması veya çapraz mülkiyeti düzenleyen kurallarına kadar uzanan bir geleneğin parçasıdır . Her bir ülkede ayrıntılar farklı fakat genel mekanizma aynıdır.

Jensen (1991) politik sistem ve hukukçular sistemik uygulamaları anlamadan şirket kontrolünü “şirketin aktifleri yağmalanacak” populist söylemi ile yanlış anlamının sonucu olarak görmektedir. Yanlış anlama yerine sistemik etkilere bakmak daha doğru olur. Thyssen – Krupp olayında – iki şirket hissedarlara hiçbir nakit vermeden sonra birleştirilmişlerdir.

Kurumsal yönetim düzenlemelerinin önemli dağıtım etkileri vardır: hissedarlara dağıtılan fonlar başka kimse için mevcut değildir. Firmanın fonlarında gözü olan herhangi bir kimse böylece bu fonların, temettü veya satın alma primi olarak hissedarlara ödenmesine karşı olacaktır. Dağıtımla ilgili bu çatışma halka açık şirketlerde “ menfaat sahipleri çıkarına karşı hissedar varlığını artırma” tartışmasının önemli bir unsurudur. Şirketin uzmanlık alanı içinde nakit akışının yatırım ihtiyaçlarını geçtiği gelişmiş şirketlerde bu konu özellikle gündeme getirilmektedir. Eğer şirketler zor durumda kalırsa çalışanlar ve menfaat sahipleri işten çıkarmayı önleyeceği, erteleyeceği için rezervlerin(nakdin) şirkette alı konmasında çıkarı vardır. Bu “ menfaat sahibi çıkarı “ parasını geri almak isteyen ve en uygun yeniden yatırım fırsatının ne olduğuna karar verecek finansörün çıkarı ile çelişmektedir.

⁸² Jensen M. (1991), a.g.e., ss. 13 – 33.

Politik sistem de bir menfaat sahibi gibi görülebilir. Politik sistemin kurumlar vergisinden kampanya bağışlarına uzanan daha genel olarak, hükümet bütçesinden çıkarmak istedikleri faaliyetlerin şirketler tarafından finanse edilmesi gibi değişik finansal çıkarlar sözkonusudur. Bu şekilde harcamalar halkın cebinden şirketlerin hissedarlarına aktarılmış olur.

Bir başka düzeyde ise politik sistem ve medya kendi bölgelerindeki menfaat sahiplerinin çıkarlarını yansıtır. Yerel politika özellikle, gelecekteki potansiyel zorlukları halletmek ve gerekli ayarlamaları geciktirmek için şirketlerinin rezerv bulundurmasını isteyen işçilerin çıkarlarını yansıtacaklardır. İşten çıkarmalar sadece işçileri değil fakat tüm toplumu (dükkan sahiplerini ,gayrimenkul sahiplerini ve devletin kendisini) etkiler ve örneklenen taraflarca paylaşılır.

Menfaat sahipleri kolayca tanınma avantajına sahiptirler. Belirli yerlerde yoğunlaşma eğilimindedirler . Buna karşılık dışarıdaki hissedarları tanımak ve gerçek kişi olarak görmek zordur. Bunlar dağınık olurlar. Kimlikleri ve bulundukları yerler her borsa işlemiyle değişir. Bu nedenle, politikacılar özellikle yerel politikacılar hissedarlar yerine menfaat sahipleri ile işbirliği içinde olma eğilimindedirler: menfaat sahipleri belirli yerlerde oy kullanırlar, hissedarlar öyle değildir. Menfaat sahipleri gazeteyi de belirli yerlerde okurlar; bu nedenle gazeteciler için de kolay tanımlanan müşteridirler. Bu durum medyayı ve önde gelen politikacıları ekonominin genel çıkarı yerine menfaat sahiplerini koruyan yönetimin yanında gördüğümüzü açıklamaktadır.

Kurumsal yönetimde menfaat sahiplerinin göz önünde bulundurulması argümanı, firma ile ilgili taraflar arasında kontratsal koruması en zayıf olan dış hissedar olduğu gerçeğini ihmal etmektedir. Dış hissedar, hissedarlar toplantısının gelecekteki kararlarında kendisine oy hakkından biraz fazla şey veren_bir parça kağıt karşılığında şirkete fon sağlamıştır. Her finansörün, fon sağladıktan sonra kalan tek fonksiyonu, parasının ödenmesini beklemekten ibarettir. Finansörden beklenen başka bir şey olmadığı için, borçlu, eğer becerebilirse, yükümlülüğünden kurtulmak isteyecektir. Finansörün dağıtılacak pastanın üzerinde oturduğunu kabul edersek ve eğer politikacılar pastanın bir parçasını alabileceklerse, finansörün taleplerini karşılamak üzere müttefik bulması zor olmayacaktır. Finansör, talebi iyi tanımlanmamış dışarıdan bir hissedar ise sonuç bellidir. Yönetimin dışarıdaki hissedarların haklarını kısıtlamadaki “nihai gücü “, politik ve hukuki anlaşmazlıklarda destek amacıyla menfaat sahiplerinin çıkarlarını kendi yanına çekmedeki yeteneği ile ciddi şekilde bağlantılıdır.

Sonuç olarak, resmin temel unsurlar şöyle görülmektedir: Kıta Avrupa'sında firmalar tipik olarak aileler ve Devlet tarafından kontrol edilmektedir. Bu firmaların dışarıdan hissedarları normalde içeridekilerin sömürüsüne karşı çok zayıf bir şekilde korunmaktadırlar ve bunun sonucu olarak firmalar hisse senedi ihraç ederek fon sağlamada zorlanmakta ve borsalar nispeten küçük ve sıkı olmaktadır. Almanya gibi bazı ülkelerde kreditorler daha iyi korunmakta ve bu nedenle firmalar yatırımlarını banka kredisiyle yapabilmektedirler. Diğer ülkelerde kreditorler çok zayıf şekilde korunurlar ve bu nedenle firmalar kolayca kredi bulamazlar, borsalar gibi bono pazarları da gelişmemiştir. Özel dış kredi temin edilemediğinde Belçika, İspanya ve bir ölçüde Fransa gibi ülkelerde özel sektör firmaları nispeten küçük kalmıştır.

5. FİNANSAL SİSTEMLERİN EKONOMİK PERFORMANSA ETKİSİ

Finansal sistemlerin rolü tartışılırken, farklı tür finansal sistemlerin performansı daha da fazla tartışılmaktadır. Büyük Alman Bankalarından birinin önde gelen yetkilisi şöyle demektedir: “Almanya’da bankalarımız İmparatorluğun gelişmesinde büyük çapta sorumludur ve sanayilerimizi kurmuş ve geliştirmiştir. Şu ana kadar gerçekleştirilen güzel sonuçlar herkesten fazla onlara aittir. Esasta doğru olan budur. Belgelemiş bozukluklarına rağmen Alman bankaları İngiliz bankaları ile eşit olmayan bir düzeyde teknolojik olarak ileri sanayi gruplarına kaynaklar yaratarak, 1865’ten sonra yarım yüzyıl içinde Almanya ve İngiltere arasındaki ekonomik büyüme performansı farkının nedenidir. İngiliz bankaları seksenli yıllara gelindiğinde artık sanayi kuruluşlarıyla ortak çalışmaya ilgi göstermiyordu. Uzun vadeli borç konseptinden giderek uzaklaşıyor ve verimli, kısa vadeli kredi sisteminde yoğunlaşıyorlardı.

Yatırım konusunda Alman finansman sisteminin özellikleri ile ilgili yaygın olan görüş (firmalara ve şirket yönetimine dış finansman sağlama açısından) eldeki kanıtların incelenmesi neticesinde destek bulamamıştır. Almanya’nın ulusal bankacılık rolünün sadece abartılmadığını, yüzyılın başında ve zirvede olduğu zaman bile, muhtemelen söylendiği kadar önemli olmadığını tartışılmaktadır. Oluşan resim Alman ulusal bankalarının sınai şirketleri üzerinde önemli kontrolü olduğu ve finansman sağladığı iddiası ile tutarlı değildir. Her ne kadar bu (bankalarca kontrol ve finansman sağlama) bazı durumlarda olduysa da, firmaların büyük ölçüde kendi kendilerini dahili olarak finanse ettiklerine dair genel kurala istisna teşkil etmektedir.

Buna benzer tartışmalar Japon bankaları için de yapılmıştır. Hoshi, Kashyap ve Scharfstein (1990) şunu tespit etmiştir: "serbest hareket (free-rider) ve bilgi sorunlarının küçük olduğu finansal yapıya sahip firmalar kriz günleri geldikten sonra daha iyi performans göstermektedir".⁸³ Özellikle, sınai gruplar içindeki firmaların (bankalar, tedarikçiler ve müşterileri ile yakın ilişkileri olanlar) kriz doğduktan sonra, bir gruba dahil olmayan firmalara göre daha fazla sattığı ve yatırım yaptığı görülmektedir. Fakat bu görüşe karşı görüşler de mevcuttur. Weinstein ve Yafeh (1998) Japonya'da finansal pazarları liberalleşmesinden bile önce, ana-banka ilişkisi olan firmalar kendi sanayisindeki rakiplerine göre daha fazla kazanmadıklarını ve büyümediklerini söylemektedir.⁸⁴ Ayrıca bankalar, muhafazakar yatırım politikaları vasıtasıyla müşterilerinin karlarını baskı altında tutup büyümelerini engellemek için güçlerini kullanabilmektedirler.

Yakın zamanlarda finansman ve kontrolün uluslararası kıyaslamalarına üçüncü bir faktör dahil edilmiştir; ülkeler arasındaki yasal sistemlerdeki farklılıklar. La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer ve Vishny'ye göre (1997) finansal sistemlerin işleyişi ve özelliği ülkeler arasında yatırımcıyı koruma (azınlık haklarının) derecesine bağlıdır.⁸⁵ Yasal kurallar İngiliz, Fransa, Almanya veya İskandinav kökenli olup olmadığına göre ülkeler arasında farklılık gösterir. Geleneksel İngiliz hukukunu benimsemiş ülkeler en çok hissedarları ve kreditorleri korurlar, Fransız medeni kanunu benimseyen ülkeler en az, Alman ve İskandinav medeni kanunu benimseyen ülkeler ise arada bir yeredir. Bulgulara göre, "medeni hukuk, özellikle Fransız medeni hukukunu benimseyen ülkeler hem en zayıf yatırımcı koruması hem de en az gelişmiş sermaye piyasalarına sahiptir - özellikle Geleneksel İngiliz hukukunu benimsemiş ülkelerle karşılaştırıldığında. Azınlık sahiplerinin daha çok yasal korunmasının daha az mülkiyet yoğunlaşmasını gerektireceğini, bu da şirketlerin dış finansmana ulaşabilmelerini kolaylaştıracağını ve sermaye maliyetlerini azaltacağını göstermektedir.

5.1. Finansal Gelişme ve Ekonomik Büyüme

Ekonomik büyüme için finansal ve yasal sistemlerin bağlantısını saptamaya yönelik çok sayıda ülkenin verileri kullanılarak bir literatür doğmaya başlamıştır. Çalışmanın kökeni, aracı kurumların aktiflerinin değerinin gayri safi milli hasılaya oranı ile ölçülen finansal sistemlerin büyüklüğü ve (1860'tan 1963'e kadar olan dönemde) 35 ülkedeki ekonomik

⁸³ Hoshi T., A. Kashyap and D. Scharfstein (1990), a.g.e., ss. 67 – 68.

⁸⁴ Weinstein D. and Y. Yafeh (1998), *On the Cost of a Bank-Centered Financial System*, Journal of Finance, S. 53, ss. 635 – 672.

⁸⁵ La Porta R., F. Silanes, A. Shleifer, R. Vishny (1997), a.g.e., ss. 1131 – 1150.

büyüme arasındaki ilişkinin kurulması 1969' a kadar gitmektedir. Pozitif bir ilişki bulunmuştur fakat analiz ile ilgili birkaç belirgin sorun bulunmaktadır.⁸⁶ Birincisi, inceleme süresi uzun, örnek sayısı küçüktür. İkincisi, causation(büyüme mi finansal gelişmeyi sağlıyor yoksa finansal gelişmemi büyüme mi sağlıyor) yönü belli değildir ve üçüncüsü büyüme mi etkileyebilecek diğer faktörlerin kontrolü yoktur. Bir dizi çalışmada King , Levine bu soruları ele almaya çalışmıştır.

King ve Levine (1993) 1960'tan 1989'a kadar olan bir dönemde 80 ülkenin büyümelerini incelemektedir.⁸⁷ *Finansal gelişmenin* dört ölçüsünü kullanmaktadırlar. Birincisi likit pasiflerin GSMH'ya oranıdır, ki değişik ülkelerdeki finansal aracılık ölçeğini göstermektedir. İkincisi, merkez bankası dışındaki yurt içi kredilerin oranıdır. Bu oran merkez bankasının dışındaki finansal kesimin gelişmişliğini ölçmektedir. Üçüncü ve dördüncü değişkenler kredinin kamu sektöründen ziyade özel sektöre tahsisini ölçmektedir.

Ayrı denklemlerde *büyümenin üç ölçümü* (gerçek kişi başı GSMH büyümesi, kişi başı sermaye stoğunun büyümesi ve toplam verimlilik büyümesi faktörü) 1960'dan 1989'a kadar olan dönem için bu değişkenlerin ortalama değerleri üzerinden regresyon yapılmıştır. Denklemler, başlangıç geliri, öğrenim, kamu harcamaları, enflasyonu ve ticaret eğilimleri dahil diğer etkileri de kontrol etmiştir.

King ve Levine büyümenin üç ölçümü ve finansal gelişmenin dört ölçümü arasında güçlü bir pozitif ilişki tesbit etmiştir. Finansal gelişmenin başlangıç düzeyi, ekonomik büyümenin ileriki yıllardaki hızının, fiziki sermaye birikiminin ve ekonomik verimlilik gelişmesinin bir göstergesi olduğunu belirtmiştir.

Ekonomik büyüme üzerinde banka gelişmesinin yanı sıra hisse senedi piyasasının önemine değinen çalışmalar olmuştur. Levine ve Zervos (1998) 1976 yılından 1993'e kadar olan dönemde 40' tan fazla ülkede ekonomik büyüme üzerinde banka kredisinin, yanı sıra sermaye piyasasının büyüklüğünün (piyasa kapitilizasyonun GSMH'ya oranı) ve işlem hacminin (GSMH'nin bir oranı olarak) etkisini incelemiştir.⁸⁸ İşlem hacmi , piyasa kapitilizasyonu denkleme dahil edildiği zaman bile büyüme ile pozitif ve önemli ölçüde bağlantılı olduğunu göstermektedirler. Sonuç olarak, borsanın likiditesi ve bankacılık sektörünün gelişmesi pozitif ve güçlü bir şekilde ekonomik büyümenin çağımızdaki ve gelecekteki hızları ile ilişkilidir.

⁸⁶ Xavier Vives (2000), a.g.e., s. 144.

⁸⁷ King, Levine (1993), *Financial Intermediation and Economic Development*, In C.Mayer and X.Vives(eds), *Capital Markets and Financial Intermediation* Cambridge University Press.

⁸⁸ levine and Zervos (1998), *Stock Markets, Banks and Economic Growth*, American Economic Review, 88, ss. 537 – 558.

Rajan ve Zingales (1998) finansal gelişmenin ekonomik kalkınmayı etkileyebileceği tek bir yol üzerinde odaklanmaktadır; dış finansman vasıtasıyla.⁸⁹ Finansal gelişmenin en çok dış finansmana bağımlı olan sanayiler için gerekli olduğunu ve bu sanayilerin iyi gelişmiş finansal sistemleri olan ülkelerde hızlı bir şekilde gelişmeleri gerektiğini savunmaktadırlar. Bu nedenle de 41 ayrı ülkede 36 ayrı sanayiye bakarak bu sanayilerin dış finansman bağımlılıkları ile 1980-1990 döneminde ayrı ülkelerde bu sanayilerin büyüme hızları üzerindeki finansal gelişmeler arasındaki ilişkilerin etkilerini incelemektedirler.

Rajan ve Zingales bir ülkenin finansal gelişmesinin üç ölçüsünü kullanmaktadır: Piyasa kapitilizasyonunun GSMH'ya oranı, özel sektöre yurt içi kredinin GSMH oranı ve muhasebe standartları. Bir sanayinin finansal bağımlılığı ABD'deki farklı sanayilerdeki firmaların sağladığı dış finansman miktarı ile ölçülmektedirler. ABD'yi, dünyadaki en iyi sermaye piyasalarına sahip olduğu için kullanmışlardır. Bu nedenle, ABD, sanayilerin gerçek finansman ihtiyaçları konusunda en saf ölçümlerini sağlamaktadır.

Rajan ve Zingales değişik sanayilerdeki ekonomik büyüme ve ülkeler ve ülkelerin finansal gelişmesi ve sanayilerin finansal bağımlılıkları ilişkileri arasında güçlü bağlantı olduğunu bildirmektedir. Ülkelerin finansal gelişmesinin ölçüsü olarak muhasebe standartları kullanıldığı zaman özellikle güçlü bir ilişki olmaktadır. Buldukları sonuçların finansal gelişmenin ekonomik büyüme hızında önemli destekleyici etkisi olduğunu ve bunun en azından kısmen, finansmana bağımlı firmalara dış finansman maliyetini düşürerek katkıda bulunduğunu göstermişlerdir.

Demirgüç – Kunt ve Maksimovic (1998) finansal sistemlerin büyümeye olan etkilerin ölçmek için firma düzeyinde veri kullanmaktadır.⁹⁰ Bir firmanın iç finansman (sıfır temettü dağıtımıyla) ve kısa vadeli finansmandan (firmanın kısa vadeli borcunun aktiflere oranını koruduğunu varsayarak) yararlanarak mümkün olanın üzerinde büyümesini tahmin etmektedirler. 1980-1995 döneminde 30 ülkede piyasa kapitilizasyonun GSMH oranının, borsa işlem hacminin ve banka mevduatlarının GSMH'ya oranının ve 1986-1991 döneminde bu ülkelerde firmaların mümkün olanın üzerinde büyümelerine olan etkilerini incelemektedirler. Borsa işlem hacminin ve bankacılık sisteminin fazla büyüme ile pozitif bir bağlantısı olduğunu bulmuşlardır. Ayrıca bir de hukuk ve düzen ölçüsünü (bir ülkenin yasal düzeninin ihtilaflara arabuluculukla çözüm bulması ve kontratların uygulanmasına elverdiği ölçüde) ilave etmişler ve bu değişkenin de aşırı büyüme ile pozitif bir bağlantısı olduğuna

⁸⁹ Rajan R. and L. Zingales (1998), a.g.e., ss. 559 – 586.

⁹⁰ Demirgüç, Kunt, Maksimovic (1998), *Law, Finance and Firm Growth*, Journal of Finance, S. 53, ss. 2107 – 2137.

görmüşlerdir. Sonuç olarak, aktif borsa ve yasal normlara uyma konusunda yüksek derecesi olan ülkelerdeki firmalar dış finansman sağlayabilirler ve daha hızlı büyüyebilirler.

La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer ve Vishny (1998) geleneksel İngiliz hukuku geçerli olan ülkelerdeki yatırımcılar medeni hukuk ülkelerindeki yatırımcılara göre daha iyi korunurlar. Anılan hukuk sistemi olan ülkelerde daha yüksek temettü ödemeleri bu durumu teyit etmektedir.⁹¹

Özetle, gelişen ve gelişmiş ülkeleri kapsayan ülkeler arası analizler finansal gelişme ve ekonomik büyüme arasında güçlü ilişkiler olduğunu göstermektedir.

5.2. Finansal Sistemler

Banka ve piyasaya dönük finansal sistemler arasında genellikle bir ayırım yapılmıştır. Ekonomik teori, şirket faaliyetlerini gözetmede bankalara özel bir işlev vermektedir. Ölçek ekonomisi gözetim konusunda bankaları piyasa katılımcılarından daha iyi gözetimci yapmaktadır. Ancak, borsaların piyasada çok sayıda değişik görüşe sahip katılımcıyı bir arada toplama avantajı bulunmaktadır. Bu nedenle, borsalar farklı görüşlerin olduğu yasal zeminlerde yatırımı geliştirmede daha üstündürler.

Dewatripont ve Maskin (1995), çok sayıda küçük bankaların olduğu bir ekonomide daha fazla kısa vadeli projelere sahip sanayilerin gelişeceğini belirtmektedir. Daha uzun vadeli yatırım projelerine sahip sanayilerin de birkaç büyük bankanın hakim olduğu ekonomilerde daha çabuk gelişeceğini vurgulamaktadır.⁹²

Projenin getirisi konusunda belirsizlik olduğu yerde (kötü projelerin oranı yüksekse), çok bankalı sistemler az sayıda bankalı sistemden daha fazla yatırım yapmaktadırlar. Belirsizliğin düşük olduğu yerde, az bankalı sistem daha fazla bilgiye sahip olduklarından yatırıma daha fazla katkıda bulunurlar.

Yukarıda belirtilen modellerin hepsinde finansal sistemler, değişik tür şirket faaliyetleri ve yatırımlarla ilgilidirler. Farklı beklentileri kapsayan yeni teknoloji yatırımları hisse senedi piyasasından yararlanmaktadır. Borç alan ve yönetimin kalitesi ile ilgili belirsizliğin söz konusu olduğu daha geleneksel yatırımlar, bankaların sağladığı gözetimden yararlanmaktadır. Dewatripont ve Maskin'e göre (1995), çoklu bankacılık sistemleri kısa vadeli yatırımlar ve tek – banka sistemleri uzun-vadeli yatırımlar ile özdeştir. Çok bankalı

⁹¹ La Porta R., F. Silanes, A. Shleifer, R. Vishny (1998), a.g.e., ss. 1113 – 1155.

⁹² Dewatripont and Maskin (1995), *Credit Efficiency in Centralized and Decentralized Economies*, Review of Economic Studies, S. 62, ss. 541 – 555.

sistemin yüksek riskli AR-GE yatırımlarını ve tek bankalı sistemin riski az , taklit yatırımları geliştirmektedir.

5.3. Şirket Mülkiyeti ve Kontrol

Şirketlerin (özellikle mülkiyet ve kontrolü) ve finansal sistemlerin yapısı şirket faaliyetlerini etkileyebilir. Yüksek belirsizlik durumlarında, AR-GE finansmanında çok-yatırımcılı finansmanının tek-yatırımcılı finansmana baskın olmaktadır. Tersine, oluşturdukları teorik modelleri, yatırım daha rutin, azar azar artan yenileşmeye yönelik olduğunda tek-yatırımcılı veya iç finansmanın daha üstün olacağı tahmin edilmektedir.

Yatırımcının hukuken yüksek derecede korunması piyasa kanalıyla finansmanı ve kontrolünü ; yatırımcının daha az korunması aktif kurumsal yönetimi ve banka finansmanını geliştirmektedir.

Sonuç olarak, değişik ülkelerde finansal, şirket ve hukuk sistemlerinin ekonomik faaliyetler üzerindeki etkilerini içeren gelişmekte olan literatürün genel bakış açısı verilmiştir. Ancak, gelişmiş ülkelerde finansal ve şirket sistemlerinin kıyaslamaları finansal veya şirket sistemlerinin ekonomik performans üzerindeki etkilerini açık bir şekilde göstermemektedir.

Deneyisel analizler tutarlı bir şekilde finansal gelişmenin ekonomik performanstaki önemli rolüne işaret etmektedir. Ülkeler arası ekonomik büyüme ile bankacılık sistemleri ve hisse senedi piyasaları arasında açık bir ilişki vardır.

Finansal ve kurumsal sistemler ve ekonomik faaliyet arasındaki ilişki üzerinde durulmuştur. Piyasa odaklı finansal ve yaygın hisse mülkiyetinin bulunduğu sistemlerin yüksek-riskli AR-GE türü faaliyetler ile bağlantılı olduğu belirtilmiştir. Banka odaklı ve yoğun hisse mülkiyetin olduğu sistemler, menfaat sahiplerine taahhüt gerektiren daha çok taklitçi-kopya nitelikli, daha uzun vadeli yatırımlarla bağlantılı olması gerektiği belirtilmiştir.

Tek bir doğru sistem yoktur. Gelişmiş bir ekonomi için doğru olan gelişmekte olan için oldukça uygunsuz olabilir.

III. BÖLÜM

KURUMSAL YÖNETİM VE KAR DAĞITIM POLİTİKASI

1. GENEL AÇIKLAMA

Yönetim, kar dağıtım politikalarını belirlerken aşağıdaki hususları göz önünde bulundurur.

a) Simetrik bilgi, tüm tarafların(firmalar dahil) aynı bilgi setine sahip oldukları anlamına gelir. Oysa, gerçek hayatta bu mümkün değildir. Şirketin yöneticileri şirketin bugünkü ve gelecekteki durumu hakkında şirketin dışında olanlara göre daha çok bilgiye sahiptir. Temettüler firmanın değeri hakkında şirketin dışında olanlara bazı bilgiler iletebilir. İlave olarak, yöneticiler temettüyü kasten piyasa oyuncularının firmanın değeri hakkındaki algılamalarını değiştirmek için kullanabilir. Bu şekilde firmanın değeri kar dağıtım politikasından ötürü etkilenebilir. Temettünün iyi bilgi içerdiği gibi kötü bir bilgiyi içermesi de söz konusu olabilir.

b) Tam sözleşme olanağının olması yöneticiler ve hisse sahipleri arasında kanuni temsilcilik problemlerinin olmaması anlamına gelmektedir. Yani yöneticinin ve hisse sahibinin çıkarları sözleşme ile aynı noktada buluşmuştur. Oysa gerçek hayatta bu mümkün değildir. Yöneticinin hisse sahibinin çıkarına uygun hareket etmesi temettü yoluyla sağlanabilir. Yüksek kar dağıtım oranı, yönetimin firmanın kaynaklarını kullanırken daha disiplinli olmasını sağlayarak firmanın değerini yükseltir. İlave olarak, yüksek kar dağıtım oranı alacaklılardan (şirketin bonosunu satın alanlardan) sermaye sahiplerine varlık transferi anlamına da gelebilir.

c) İşlem maliyeti, farklı şekillerde ortaya çıkabilir. Örneğin firma temettü yoluyla nakit dağıtabilir veya senet ihraç ederek kaynak sağlayabilir. Hisse senedi veya tahvil çıkarmanın maliyeti yüksekse, bu amaçla sermaye piyasalarına her başvuru firmanın değerini düşürecektir. Eğer temettü ödemeleri hisse sahiplerine maliyeti minimuma indiriyorsa, o zaman temettü dağıtmak optimal olabilir.

d) Vergi dikkate alınması gereken diğer husustur. Eğer temettüler, sermaye kazançlarından daha yüksek vergilendirilirse, o halde temettüyü en aza indirmek daha optimaldir.⁹³

⁹³ Franklin Allen, Roni Michaely(2002), **Pay Out Policy**, The Wharton School, University of Pennsylvania, ss. 15 – 16.

2. ASİMETRİK BİLGİ VE EKSİK SÖZLEŞMLER-Deneysel Çalışmalar

2.1. Asimetrik Bilgi ve Sinyal Verme Modelleri

Yönetimin gelecekteki kazançlara ilişkin beklentilerinin onların cari temettü ödemelerine ilişkin kararlarını etkiliyorsa, o zaman temettülerdeki değişimlerin piyasaya gelecekteki kazançlara ilişkin bilgi ileteceği ileri sürülmektedir. Buna “temettülerin bilgi içeriği” denilmiştir

Bilgi/sinyal verme hipotezi, deneysel olarak test edilmiş olan üç önemli varsayım içermektedir.

- (i) Temettü değişiklikleri ile izleyen dönemin kazançları aynı yönde gerçekleşmesi gerekir.
- (ii) Beklenmeyen temettü değişikliklerine aynı yöndeki hisse senedi fiyat değişikliklerinin eşlik etmesi gerekir.
- (iii) Temettülerdeki beklenmeyen değişiklikleri, piyasanın gelecekteki kazançlara ilişkin beklentilerinde temettü değişikliğiyle aynı yönde revizyonların izlemesi gerekir.

Yukarıdaki varsayımlarının hepsinin de temettü yoluyla sinyal vermenin gerekli koşulları olduğunu, ama yeterli koşulları olmadığını belirtmek gerekir. Kazanç değişikliklerinin temettü değişikliklerini izlemesi koşulu en temel olanıdır. Bu koşul yerine gelmezse, temettülerin, bırakalım sinyal vermeyi, bilgi iletme potansiyeline sahip olmadığı sonucuna varabiliriz –en azından gelecekteki nakit akışlarına ilişkin olarak.

Deneysel literatürün çoğu, beklenmeyen temettü değişikliklerinin aynı yöndeki fiyat değişiklikleriyle ilişkili olduğu şeklindeki ikinci varsayıma yoğunlaşmaktadır. Bu nedenle, temettü değişiklikleri ve fiyat değişiklikleri arasındaki ilişkiye dair deneysel bulguları ele alınmıştır. Örneğin Pettit (1972), temettü artışı ilanlarını önemli bir fiyat artışının izlediğini ve temettü azalışı ilanlarını önemli bir fiyat düşüşünün izlediğini göstermiştir.⁹⁴

1967-1993 döneminde en az %10'luk temettü değişiklikleri örnekleme kullanılarak, temettü artışlarının anormal ortalama getirisinin %1,34 (%0,95 bir medyan) ve temettü

⁹⁴ Pettit R. R. (1972), *Dividend Announcements, Security Performance and Capital Market Efficiency*, Journal of Finance, S. 27, ss. 993 – 1007.

azalışlarına anormal ortalama piyasa tepkisinin -3,71% (%-2,05 bir medyan) olduğunu bulunmuştur.⁹⁵

Asquith ve Mullins'in (1983) (temettü başlatma), Healy ve Palepu'nun (1988), ve Michaely, Thaler ve Womack'ın (1995) (temettü başlatmalar ve temettü iptali) çalışmaları temettü politikasındaki aşırı değişikliklere yoğunlaşmıştır.⁹⁶ Onların araştırmaları, piyasanın bu tür ilanlara karşı oldukça sert tepki verdiğini göstermiştir. Ortalama aşırı getiri, başlatma için %3,4 ve temettü iptali için %-7'dir.

Öyle görünüyor ki piyasa, temettü artışlarına ve azalışlarına (temettü başlatma ve iptali) asimetrik bir cevaba sahiptir, bu da, temettüleri azaltmanın temettüleri artırmaktan daha fazla bilgi içeriği taşıdığını ima eder görünmektedir, belki de azaltmaların daha olağandışı olması veya azalmaların daha büyük büyüklüğe sahip olması nedeniyle. Michaely, Thaler ve Womack (1995), bu konuyu incelemiş ve bunlar getirideki değişiklik bakımından kontrol edildiklerinde, bir temettü iptal ilanının fiyatları, bir temettüye başlamanın ilanından daha büyük etki yaptığını bulmuştur. Fiyat etkisi, yöneticilerin neden temettüleri kesmeye bu kadar isteksiz olduklarını bir dereceye kadar açıklayabilir.

Aşağıdaki hususlarda genelde bir mutabakat sağlanmıştır.

(1) Temettü değişiklikleri, temettü ilanın yapıldığı sıralarda, hisse senedi fiyatında aynı matematiksel işareti taşıyan değişikliklerle ilişkilidir.

(2) Anlık fiyat tepkisi, temettünün büyüklüğüyle ilişkilidir.

(3) Fiyat tepkisi, temettü artışları ve azalışları için simetrik değildir. Azalmaların açıklanması kendi başına, artışların ilanından daha büyük bir fiyat etkisine sahiptir.

Fiyatlar bize sadece piyasanın temettü değişikliğine ilişkin anlık tepkisini değil, ayrıca temettü değişikliği yapılmadan önce piyasanın temettü değiştiren şirketleri nasıl algıladığını ve piyasanın temettü değişikliğinde içerilen bilgiyi kapsayıp kapsamadığını söyleyebilirler.

⁹⁵ Franklin Allen, Roni Michealy (2002), a.g.e., s. 67.

⁹⁶ Asquith P., D. W. Mullins (1983), *The Impact of Initiating Dividend Payments on Shareholder's Wealth*, Journal of Business, S. 56, ss. 77 – 96.

- Healy P., K. Palepu (1988), *Earnings Information Conveyed by Dividend Initiation and Omissions*, Journal of Financial Economics, S. 21, ss. 149 – 176.

- Michaely R., R. Thaler, K.Womack(1995), *Price Reactions to Dividend Initiations and Omissions: Overreaction or Drift*, Journal Of Finance, S. 50, ss. 573 – 608.

Temettüleri arttıran şirketlerin, ilandan önce iyi gittikleri ve temettü azaltan şirketlerin o kadar iyi gitmediği açıktır. Örneğin, 1947-1967 dönemi için Charest (1978), temettü artış ayının öncesindeki yılda %4 civarında positif bir performans bulmuştur ve temettü azaltan şirketler için negatif bir %12 performans bulmuştur.⁹⁷ Benartzi, Michaely ve Thaler (1997), bir temettü artışından önceki yıl ortalama %8,6 ve temettüleri azaltan şirketler için %-28 anormal getiriye belgelemiştir.⁹⁸ Temettü başlatmaları ve iptali için, ilan öncesindeki fiyat hareketinin büyüklüğü daha da belirgindir.

Belki de daha önemli ve ilginç olan husus, hem kurumsal finans hem de piyasa verimliliği perspektiflerinden, temettü değişikliği sonrası performansdır. Charest (1978), temettü artışı ilanlarından sonraki iki yılda %4'lük bir anormal getiri bulmuştur ve temettü azaltan şirketler için %8 bir negatif anormal getiri bulmuştur. Üç faktörlü model kullanılarak, temettü artışları için % 8,3'lük bir üç yıllık anormal getiri bildirilmiştir ki bu önemlidir. Temettü azaltan şirketler için herhangi bir anormal performans saptanmamıştır.⁹⁹ Temettü sonrası anormal performansın, temettü başlatma ve iptali için daha da fazla olması şaşırtıcı değildir. Michaely, Thaler ve Womack (1995), temettü dağıtmaya başladıktan sonra üç yılda neredeyse %25 bir piyasa-ayarlı (market adjusted) getiri bildirirken, temettü dağıtım iptalinden sonra %15 negatif anormal getiri bildirmiştir.

Temettü ilanı sonrasındaki eğilim, sinyal verme teorisi perspektifinden hem cesaret verici hem de cesaret kırıcıdır. Cesaret vericidir çünkü temettü değişikliklerinin yararlı bilgi içeriği olduğu varsayımıyla tutarlıdır. Rahatsız edicidir çünkü şirketlerin temettüler yoluyla sinyal vermeye çalışırlarsa, piyasanın “bunu anlamayacağı”nı –veya en azından, sinyalin tam içeriğini anlayamayacağını- ima etmektedir. Aksi takdirde, fiyat tepkisinin tamamı, ilandan hemen sonra ortaya çıkardı. Piyasanın bunu (gelecekte daha iyi kazançlar veya nakit akışları) anlamaması gerçeği bir problemdir, çünkü yukarıda anlatılan modeller rasyonalite varsayımına dayanmaktadır. Bu varsayım göre, yatırımcıların ve şirketler ellerindeki bilgiyi mümkün en iyi biçimde kullanmaları gerekir. Temettü sonrası getirinin zamana yayılması yatırımcının sinyali net alamadığını göstermektedir. Diğer bir deyişle, yatırımcılar sinyali anlamıyorsa, pahalı bir sinyali kullanmanın şirketler için bir yararı yoktur.

Sinyal verme modellerinin temel varsayımı; - temettü değişikliklerinin ve gelecekteki kazanç değişikliklerinin aynı yönde hareket ettikleridir. Watts (1973), cari temettülere ve

⁹⁷ Charest G. (1978), *Dividend Information, Stock Returns and Market Efficiency*, Journal of Financial Economics, S. 6, ss. 297 – 330.

⁹⁸ Benartzi S., R. Michaely and R. Thaler (1997), *Do Changes in Dividends Signal the Future or the Past*, Journal of Finance, S. 52, ss. 1007 – 1047.

⁹⁹ Franklin Allen, Roni Michaely (2002), a.g.e., s. 69.

kazançlara ilişkin bilginin, gelecekteki kazançların tahminlerini iyileştirdiği varsayımını test eden ilk kişilerdendir. Watts şu sonuca vardı: "... genel olarak, temettüler herhangi bir bilgi barındırıyorsa, bu çok küçüktür." ¹⁰⁰

Gonedes (1978) benzer bir sonuca ulaştı. Penman da (1983), yönetimin gelecekteki kazanç tahminini kontrol ettikten sonra, temettü değişikliklerinin kendisinde iletilen pek bir bilgi olmadığını bulmuştur. İlginç bir şekilde, Penman da, iyileşmiş gelecek kazançlara sahip birçok şirketin temettülerini buna göre ayarlamadıklarını bildirmektedir. ¹⁰¹

Teoriyle biraz daha uyumlu olanlar, Healy ve Palepu'nun (1988) ulaştığı sonuçlardır. ¹⁰² Temettü ödemeleri başlatan 131 şirketten oluşan örneklemeleri için, kazançların geçmişte hızla arttığını ve izleyen iki yıl boyunca artmaya devam ettiğini tespit etmiştir. Bununla birlikte, temettü ödemesini iptal eden 172 şirketten oluşan örneklemelerinde, sonuçlar, sinyal verme teorisinin öngördüğünün aksi yönünde çıkmıştır. Kazançlar, temettü iptali ilanının yapıldığı yılda gerilemiş ama sonra izleyen birkaç yılda önemli ölçüde iyileşmiştir. Temettülerini %20'den fazla arttıran 35 şirketten oluşan bir örneklemede Brickley (1983), temettü artışının olduğu yıl ve bunu izleyen yılda önemli bir kazanç artışı bulmuştur. ¹⁰³

Temettülerdeki cari değişiklik ile kazançlarda gelecekteki değişiklikler arasındaki ilişkiye dair bu farklı sonuçları, belki bu çalışmaların çoğunda kullanılan şirketlerin sayısının sınırlı olmasına bağlanabilir.

1979-1991 döneminde çok sayıda şirketi kullanarak Benartzi, Michaely ve Thaler (1997), temettü değişiklikleri ile kazançlarda gelecekteki değişiklikler arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Kazanç değişikliklerini sektörel ortalama kazanç değişikliklerine göre ölçmektedirler. Buradan iki güçlü sonuç çıkmaktadır. Birincisi, temettü değişiklikleri ve kazanç değişiklikleri arasında çok güçlü bir gecikmeli ve eş anlı korelasyon vardır. Yani temettü arttırıldığında kazanç zaten artmış olmaktadır. Temettü değişiklikleri ve gelecekteki kazanç değişiklikleri arasında pozitif bir ilişkiye dair kanıt yoktur. Temettü artışını izleyen iki yılda, kazanç değişiklikleri, temettü değişikliklerinin işareti ve büyüklüğüyle ilişkisizdir. ¹⁰⁴

¹⁰⁰ Watts R. (1973), *The Information Content of Dividends*, Journal of Business, S. 46, ss. 191 – 211.

¹⁰¹ Gonedes N. (1978), *Corporate Signaling, External Accounting and Capital Market Equilibrium*, Journal of Accounting Research, S. 16, ss. 26 – 79.

- Penman S.H. (1983), *The Predictive Content of Earnings Forecast and Dividends*, Journal of Finance, 38, ss. 1181 – 1199.

¹⁰² Healy P., K. Palepu (1988), a.g.e., ss. 149-176.

¹⁰³ Brickley J. (1983), *Shareholders Wealth, Information Signaling and Specially Designated Dividend*, Journal of Financial Economics, S. 12, ss. 187 - 209 .

¹⁰⁴ Benartzi S., R. Michaely and R. Thaler (1997), a.g.e., ss. 1007 – 1047.

Nissim ve Ziv (2001), bu soruna başka bir bakış getirmiştir. Kazançlarda gelecekteki değişimi, Benartzi, Michaely ve Thaler (1997) gibi temettüdeki değişimle açıklamaya girişirler.¹⁰⁵ Kazançların özkaynakların defter değerine (ROE) oranını ilave bir açıklayıcı değişken olarak modellerine eklerler. Beklenen kazanç modelini iyileştirmek için ROE dahil edilmiştir. Genelde olanı benimsemeyip, bir temettü değişikliğini bunun gerçekten ortaya çıktığı yıla atfetmek yerine, Nissim ve Ziv, t+1 yılının ilk çeyreğinde ortaya çıkan temettü değişikliklerini t yılına atfederler. Temettülerin geçmiş ve cari kazançların iyi bir tahmin edicisi olduğunu bildiğimiz için, bu değişiklik, 1 yılındaki temettü değişiklikleri ve kazanç büyümesi arasındaki ilişkiyi güçlendirecektir. ROE'ye ek olarak birkaç bağımsız değişken kullanıldığında Benartzi, Michaely ve Thaler (1997), temettülerdeki cari değişiklikler ve kazançlarda gelecekteki değişiklikler arasında önemli bir ilişki bulmamaktadırlar.

Yapılan çalışmaları bütün olarak değerlendirilirse, temettü değişikliklerinin gelecekteki kazançlara ilişkin bilgiler taşıdığı tezini desteklememektedir. En azından, temettü değişiklikleri ve kazançlarda gelecekteki değişiklikler arasında pozitif ilişki bulunmamasına ilişkin deneysel bulgular, temettü sinyal verme modellerinin geçerliliğine ilişkin ciddi sorular ortaya çıkarmaktadır. Eğer şirketler temettüler aracılığıyla bir sinyal gönderiyorlarsa, bu, kazançlarda veya nakit akışlarındaki gelecekteki büyümeye ilişkin bir sinyal değildir ve piyasa bu mesajı alamamaktadır. Şirketler, yatırımcıların almadığı bir sinyali göndermek için neden maliyetli temettüler ödeyerek paralarını israf etsinler?

DeAngelo, DeAngelo ve Skinner (1996), birbirini izleyen en az dokuz yıl kazanç büyümesi yaşadıktan sonra yıllık kazanç büyümeleri gerilemiş olan 145 şirketi incelemiştir.¹⁰⁶ Bu gerileme yılı "0" yılı olarak tanımlanmıştır. Dolayısıyla, sıfır yılı, birçok yıldaki ilk kazanç düşmesini temsil etmekteydi. Yaptıkları test, piyasaya kazançlardaki gerilemenin geçici mi yoksa kalıcı mı olduğunu piyasanın değerlendirmesine yardım ederek dışarıdakilere birçok bilgi iletmesi mümkün olan sıfır yılındaki temettü kararına yoğunlaştı. DeAngelo, DeAngelo ve Skinner, pozitif temettü kararlarının (yani, temettü artışlarının) gelecekteki üstün kazanç performansının güvenilir bir sinyalini teşkil ettiğine dair bir kanıt bulamadılar. Temettü arttıran şirketler pozitif kazanç göstermemekle birlikte izleyen yıllarda, kazanç performansları, temettülerini arttırmamış olan şirketlerden daha iyi de değildi. Genel olarak, temettülerin gelecekteki kazançların bir sinyali olduğuna dair hiçbir kanıt bulamamışlardır.

¹⁰⁵ Nissim D. and A. Ziv (2001), *Dividend Changes and Future Profitability*, Journal of Finance, S. 61, ss. 2111 –2134.

¹⁰⁶ DeAngelo H. and L. DeAngelo and D. Skinner(1996), *Reversal of Fortune, Dividend Signaling and Disappearance of Sustained Earning Growth*, Journal of Financial Economics, S. 40, ss. 341 – 371.

Piyasanın fiyatlara veya kazançlara ilişkin beklentilerinin tam olarak ne olduğunu bilmek mümkün değildir. Ama kazançlar konusunda, piyasanın beklentilerindeki değişimleri Wall Street analistlerinin kazanç tahminlerine bakarak test edebilir. Bu şekilde, bilgi/sinyal verme teorilerinin üçüncü varsayımını, yani temettülerdeki beklenmeyen değişiklikleri piyasanın gelecekteki kazançlara ilişkin beklentilerinde temettü değişiklikleriyle aynı yönde değişikliklerin izlemesi gerektiği varsayımı test edilebilir.

Ofer ve Siegel (1987), analistlerin cari yıl kazancına ilişkin tahminlerini temettü değişikliklerine yanıt olarak nasıl değiştirdiklerini incelemek için 781 temettü değişikliği olayını kullanmıştır.¹⁰⁷ Ofer ve Siegel, analistlerin cari yıla ilişkin kazanç tahminlerini ilan edilen temettü değişikliğinin büyüklüğüyle pozitif olarak ilişkili bir miktarda revize ettiklerini bulmuştur. Ayrıca analistlerin revizyonunun, ilan edilmiş temettüye piyasa tepkisiyle pozitif korelasyonlu olduğuna ilişkin kanıt da sağlamışlardır.

Deneysel çalışmaların çoğu, temettü sinyal vermenin gerekli koşullarına (fiyat tepkisi, sonraki kazançlar ve kazanç beklentilerindeki değişimler) yoğunlaşmaktadır. Sonuç, görüldüğü gibi, cesaret verici değildir. Birkaç çalışma, temettü sinyal vermenin yeterli koşullarına, en çok da vergilere bakmıştır. Vergiye dayanan temettü sinyal verme teorilerinin, temettülerin geri satın almalarından daha maliyetli olduğu ve yöneticilerin piyasaya bilgi/sinyal vermek için bu maliyetli aracı kasten kullandıkları fikrine dayandığını hatırlamakta yarar vardır.

Bernheim ve Wantz (1995), farklı vergi rejimleri altındaki temettü değişikliklerine piyasa tepkisini incelemiştir.¹⁰⁸ Temettüler üzerindeki göreceli vergilerin sermaye kazançları üzerindeki vergilerden daha yüksek olduğu dönemlerde, sinyal verme hipotezi, temettü artışlarına piyasa tepkisinin daha güçlü olması gerektiğini, çünkü temettü ödemenin maliyetli olduğunu ima eder. Sinyal vermek daha pahalı olduğu için, sinyaller, bunları kullanmayı seçenler açısından daha bilgilendiricidir. Serbest nakit akışı hipotezi ise, tam tersini kabul eder. Temettü ödemek daha pahalı ve (faydanın değişmediği varsayılarak) temettüler üzerindeki vergiler görece daha yüksek olduğu için, piyasanın temettü artışlarına karşı daha az bir tepki göstermesi gerekir. Bernheim ve Wantz'ın sonuçları, temettü-sinyal verme hipoteziyle tutarlıdır. Temettülerin göreceli olarak daha yüksek vergilendirildiği dönemlerde, temettü ödemelerine piyasanın tepkisi daha pozitif olmaktadır.

¹⁰⁷ Ofer A., D. R. Siegel (1987), *Corporate Financial Policy, Information and Market Expectations*, Journal of Finance, S. 42, ss. 889 – 911.

¹⁰⁸ Bernheim D., A. Wantz (1995), *A Taxed - Based Test of the Dividend Signaling Hypothesis*, American Economic Review, S. 85, ss. 532-551 .

Ancak, birçok temettü-sinyal verme modellerinde ortak olan doğrusal-olmayan özellikler dikkate alınarak ve parametrik olmayan teknikler uygulanarak vergiye dayanan sinyal verme modellerini destekleyecek kanıt bulunamamıştır.

Ayrıca, 1986 tarihli Vergi Reform Yasası'ndan önceki ve sonraki altışar yıla ait verileri kullanılarak, temettü vergilendirmesi daha düşük olduğunda (vergi değişikliğinden sonra) piyasanın temettü artışlarına çok daha pozitif tepki verdiği bulunmuştur.¹⁰⁹ Bu bulgu vergiye dayanan sinyal verme teorileriyle tutarsızdır.

Amihud ve Murgia (1997), temettülerin vergi dezavantajına sahip olmadığı ve gerçekte temettü vergilerinin birçok yatırımcı sınıfı için sermaye kazançlarından daha düşük olduğu Almanya'daki temettü politikasını incelemiştir.¹¹⁰ Bu bağlamda, vergiye dayanan modeller temettü değişikliklerinin herhangi bir bilgi değerinin bulunmaması gerektiğini öngörürler. Dolayısıyla, temettülerdeki değişiklik öncesinde ve sonrasında bir fiyat tepkisi gözlemlememiz gerekir.

Temettü politikasındaki değişiklikleri ile şirketin risk ve büyüme özelliklerindeki değişiklikler arasındaki ilişkiyi incelenmiştir.¹¹¹ Örnekleme, 1968 ve 1993 arasında ilan edilmiş 7.642 temettü değişikliğini kapsamaktadır. CAPM modelini kullanarak, temettülerini arttıran şirketlerin sistematik risklerinde önemli bir gerileme yaşadığını, ama temettülerini azaltan şirketlerin sistematik riskte önemli bir artış yaşadığı bulunmuştur. Temettülerini arttıran şirketler, aktif getirilerinde önemli bir gerileme de yaşamışlardır; bu durum, sistematik riskteki bir gerilemeyi göstermektedir. Temettülerini arttıran şirketlerin sermaye harcamaları aynı kalmıştır ve nakit ve bilançolarındaki kısa vadeli yatırım düzeyleri gerilemiştir.

Ayrıca , riskte izleyen gerileme ne kadar büyük olursa, ilan edilmiş temettüye piyasanın tepkisinin o kadar pozitif olduğu bulunmuştur. Dolayısıyla, riskteki değişimler, karlılıktaki değişimlere bağlı olarak, temettü ilanlarına fiyat tepkisinin bir açıklaması sunulmuştur.

Özetle, deneysel kanıtlar geleneksel temettü sinyal verme modellerinin aleyhine ilk bakışta güçlü bir argüman sağlamaktadır. Birincisi, temettü değişiklikleri ile sonraki kazanç değişiklikleri arasındaki ilişki, teorinin öngördüğünün tersindedir, dolayısıyla şirketler sinyal veriyorsa, bu sinyal kazançlarda veya nakit akışlarında gelecekteki büyümeye ilişkin değildir. İkincisi, piyasa bu sinyali "almamaktadır". İzleyen yıllarda önemli bir fiyat değişmesi vardır. (Bununla birlikte, temettü değiştiren şirketlerin risk profilinde bir değişiklik vardır ve bu

¹⁰⁹ Franklin Allen, Roni Michaely (2002), a.g.e., s.76

¹¹⁰ Amihud Y., M.Murgia (1997), *Dividends, Taxes and Signaling: Evidence from Germany*, Journal of Finance, S. 52, ss. 397 – 408.

¹¹¹ Franklin Allen, Roni Michaely (2002), a.g.e., ss. 76-77.

değişiklik hem temettüyle hem de sonraki performansla ilişkilidir.) Üçüncüsü, kesitsel bir inceleme, temettülerin büyük çoğunluğunu ödeyenlerin büyük ve karlı şirketler ile daha az bilgi asimetrisine sahip şirketler olduğunu güçlü bir şekilde gösteriyor.

2.2. Kanuni Temsilcilik Modelleri

Kanuni temsilcilik modelleri sinyal verme modelleri kadar yapılandırılmamış olduğu için, bunlardan kesin deneysel sonuçlar çıkarmak zordur. Serbest nakit akışı modellerine göre, bir temettü artışından sonra kazançlara ne olması gerekir? Yanıt belirsizdir. Yönetim bazı negatif bugünkü değeri olan projelere zaten yatırım yaptıktan sonra, yönetim kurulu temettüyü arttırmaya karar verirse, temettü ödemesi yönetimi “kötü” projelere yatırım yapmayı sürdürmekten alıkoyacağı için kazançların ve karlılığın artmasını beklemeliyiz. Bununla birlikte, yönetim kurulu temettüleri yönetimin aşırı yatırım yapma fırsatına sahip olmasından önce kararlaştırırsa, gelecekteki kazançların geçmiş kazançlara göre ne durumda olacağını söylemek zorlaşır. Temettüler şirketlerin yatırım fırsatlarında gerilemeler yaşadığı bir zamanda artarsa, karlılıkta bir gerileme bile serbest nakit akışı hipoteziyle tutarlıdır.

Serbest nakit akışı hipotezinin daha açık bir sonucu, aşırı yatırım sorunun, olgun sanayilerdeki, fazla büyüme fırsatına sahip olmayan istikrarlı, nakit zengini şirketlerde daha belirgin olacağı yolundadır. Lang ve Litzenberger (1989), serbest nakit akışı hipotezini test etmek ve bilgi sinyal verme hipoteziyle karşılaştırmak için bu özellikten faydalanmıştır.¹¹² Buradaki temel düşünce, serbest nakit akışı hipotezine göre, temettülerdeki bir artış, fazla yatırım yapan şirketler için yatırım yapmayan şirketlere göre daha büyük bir (pozitif) fiyat etkisine sahip olması gerektiğidir. Deneysel olarak, aşırı yatırım yapan şirketleri, Tobin Q’ları birden daha düşük olan şirketler şeklinde tanımlıyorlar. Sadece %10’dan büyük (mutlak değer olarak) temettü değişikliklerini incelediklerinde, temettü artırma ilanları için, birden küçük Q’lara sahip şirketlerin Q’ları birden büyük şirketlere göre daha büyük bir fiyat değerlenmesi yaşadığını bulmuşlardır. Temettü azaltma ilanları için, birden küçük Q’lu şirketler daha dramatik bir fiyat düşüş göstermişlerdir. Temettü değişikliklerinin düşük Q’lu şirketlere daha büyük etkisi (mutlak değer olarak) serbest nakit akışı hipoteziyle tutarlıdır.

¹¹² Lang L., R. Litzenberger (1989), *Dividend Announcements: Cash flow Signaling vs. Free Cash Flow Hypothesis*, Journal of Financial Economics, S. 24, ss. 181 – 192.

Yoon ve Starks (1995), Lang ve Litzenberger'in deneyini daha uzun bir zaman dilimi üzerinde tekrarladılar.¹¹³ Temettü azalışlarına tepkinin yüksek ve düşük Tobin Q'lu şirketler için aynı olduğunu buldular. Piyasanın, yüksek Tobin Q'lu şirketlerin temettü azaltma ilanlarına negatif tepki vermesi olgusu serbest nakit akışı hipoteziyle tutarlı değildir. Lang ve Litzenberger (1989) gibi, Yoon ve Starks da temettü artırma ilanlarına türevsel bir tepki bulmuştur. Bununla birlikte, temettü getiri düzeyi, şirket büyüklüğü ve temettü getirisindeki değişikliğin hacmi gibi başka faktörleri kontrol ettiklerinde (bir regresyon analiziyle), Yoon ve Starks, yüksek ve düşük Tobin Q'lu şirketler arasında temettü değişikliklerine (hem artma, hem de azalma) simetrik bir tepki bulmuştur. Tekrar, bu kanıtlar serbest nakit akışı hipoteziyle tutarlı değildir.

Büyük temettü artışlarını izleyen yıllardaki gerileyen aktif getirilerine, nakit düzeylerine ve sermaye harcamalarına ilişkin bulgular, gerileyen bir yatırım fırsatı ortamı bekleyen şirketlerin temettü artışına gitme ihtimali en yüksek şirketler olduklarını ima etmektedir. Bu serbest nakit akışı hipoteziyle tutarlıdır.¹¹⁴

Lie (2000), aşırı fonlar ile şirketlerin temettü ödeme politikaları arasındaki ilişkiyi inceleyerek temettü arttıran (veya geri satın almayı arttıran) şirketlerin sektörlerindeki diğer şirketlere göre daha fazla nakde sahip olduklarını bulmuştur. Ayrıca, temettülere (ve geri satın almalara) piyasa tepkisinin, (Tobin Q'suyla ölçüldüğü şekliyle) şirketin nakit fazlası miktarıyla pozitif ilişkili ve şirketin yatırım fırsatlarıyla negatif ilişkili olduğunu göstermiştir. Bu sonuçlar, potansiyel aşırı yatırımı nakit dağıtma aracılığıyla sınırlandırmanın, özellikle sınırlı yatırım fırsatlarına sahip şirketlerde hissedar zenginliğini artırdığı yolundaki düşünceyle tutarlıdır.¹¹⁵

Christie ve Nanda (1994), Başkan Roosevelt'in dağıtılmamış şirket karları üzerindeki vergilere ilişkin 1936'daki beklenmedik ilanına hisselerin tepkisini incelemiştir.¹¹⁶ Bu yeni vergi, temettülerin alı konulan kazançlar karşısındaki çekiciliğini arttırmıştır. Serbest nakit akışı hipotezine göre, şirketlerin bu kanunla birlikte alı konulmuş karları azaltmak için ve dolayısıyla potansiyel aşırı yatırım sorunlarını azaltmak için daha fazla teşvike sahip olması gerekir, çünkü nakit akışlarını dağıtmak daha az pahalı hale gelmiştir. Bu etki, kanuni temsilcilik maliyetlerine sahip şirketler için özellikle belirgin olacaktır. Temettü ödemenin bazı serbest nakit akışı sorunlarını azaltabileceği düşüncesiyle tutarlı olarak, hisse fiyatlarının

¹¹³ Yoon P. S. and L. Starks (1995), *Signaling, Investment Opportunities and Dividend Announcements*, Review of Financial Studies, S. 8, ss. 995 – 1018.

¹¹⁴ Franklin Allen, Roni Michaely (2002), a.g.e., s. 79.

¹¹⁵ Lie E. (2000), *Excess Funds and the Agency Problems*: Review of Financial Studies, S. 13, ss. 219 – 248.

¹¹⁶ Christie W., V. Nanda (1994), *Free Cash Flow, Shareholder Value and the Undistributed Profits of 1936 and 1937*, Journal of Finance, S. 49, ss. 1727 – 1754.

vergi değişikliğine yanıt olarak arttığını bulmuşlardır. Serbest nakit akışı sorunlarından muzdarip olma ihtimalleri daha yüksek olan şirketlerin, bu ilana daha pozitif bir fiyat tepkisi yaşadığını bulmuşlardır.

Dışarıdan hissedarların izleme kabiliyeti ve sahip oldukları haklar ülkelere göre değişmektedir ve dolayısıyla çıkar çatışmalarının potansiyel keskinliği de değişmektedir. La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer ve Vishny (2000), yatırımcıların korunması ve temettü politikası arasındaki ilişkiyi 33 ülkede incelemişlerdir.¹¹⁷ İki hipotezi test etmişlerdir. Birincisi, yatırımcılar yönetimi daha iyi izleme ve kendi amaçlarını dayatma imkanına sahip olduklarında (yatırımcıların yüksek düzeyde korunduğı ülkeler), yönetimi daha fazla nakit vermeye de zorlayacakları hipotezidir. İkinci hipotez, piyasa güçleri (örneğin, yönetim, sermaye piyasasından daha fazla nakit toplama gücünü korumak istemekte veya başka nedenlerle yüksek bir hisse senedi fiyatı sürdürmek istemektedir) nedeniyle, yönetimin, yatırımcıların korunmasının yüksek düzeyde olmadığı ülkelerde aslında daha yüksek temettüler ödeyeceğı yolundaki hipotezdir. Düşük korunmalı ülkelerde, asimetrik bilginin derecesi muhtemelen daha yüksek olacaktır ve dolayısıyla yüksek kaliteli şirketlerin de temettü ödeme isteğı daha yüksek olmalıdır. Yatırımcıların korunma düzeyinin düşük olduğı ülkelerde, şirketlerin daha yüksek temettü ödeyeceğı düşüncesi, sinyal verme modellerinin birçoğıyla tutarlıdır.

La Porta ve arkadaşları (2000), yatırımcıların korunmasının daha iyi olduğı ülkelerde şirketlerin, yatırımcıların korunmasının daha düşük düzeyde olduğı ülkelerdeki şirketlerden daha yüksek temettü ödemeleri yaptıklarını bulmuştur. Ayrıca, daha fazla yasal korumanın bulunduğu ülkelerde, yüksek büyümeye sahip şirketler daha düşük temettü ödeme oranlarına sahiptir. Bu bulgu, büyüme potansiyeli düşük olduğunda yatırımcıların kendi yasal güçlerini temettüleri artırmayı zorlamak için kullanacakları düşüncesini desteklemektedir. Yani, etkili bir hukuki sistem yatırımcılara yöneticileri nakit ödemeye zorlayarak kanuni temsilcilik maliyetlerini azaltma fırsatı sağlamaktadır. Yöneticilerin “bunu kendi başlarına yapmak” için teşviklerinin olduğı düşüncesini destekleyen bir bulgu yoktur

La Porta ve arkadaşlarının (2000) ulaştığı bu sonuçlar, zorlama olmadığında, yönetimin temettü ödeme politikası yoluyla “kendi kalitesini iletme” teşvikinin bulunmadığını göstermektedir. Yatırımcıların korunmasının düşük düzeyde olduğı ülkelerde yönetimin daha yüksek temettü ödemeye gönüllü olarak girişeceğı ve piyasa tarafından daha sıklıkla izleneceğı düşüncesini destekleyen bir kanıt yoktur.

¹¹⁷ La Porta R., F. Silanes, A. Shleifer, R. Vishny (2000), Agency Problems and Dividend Policy Around the World, Journal of Finance, S. 55, ss. 1 – 33.

Hisse sahibi-tahvil sahibi arasındaki potansiyel çıkar çatışması ile temettü politikası arasındaki ilişkiye dair deneysel kanıtları aşağıda tartışılmaktadır.

Handjinicolaou ve Kalay (1984), temettü değiştirme ilanlarının hem tahvil hem de hisse senedi fiyatlarına etkisini incelemiştir.¹¹⁸ Temettü değişiklikleri hisse sahiplerinin bono alacaklılarından çıkar sağlama arzusuyla yapılırsa, temettülerdeki bir artışın hisse senedi fiyatlarına pozitif bir etkisi (ve biliyoruz ki böyle bir etki vardır) ve tahvil fiyatlarına negatif bir etkisi olması gerekir. Temettü azalışları için ise, bunun tersi geçerli olmalıdır. Alternatif hipotez, temettülerin asimetrik bilginin bir sonucu olduğu veya bunların serbest nakit akışı sorunlarını çözdüğünü kabul eder ve bu durumda tahvil fiyatlarının hisse senedi fiyatlarıyla aynı yönde hareket etmesi gerekir. Handjinicolaou ve Kalay, tahvil fiyatlarının temettü azalışları ilan edildiğinde önemli ölçüde düştüklerini ve temettü artışı ilanlarında önemli ölçüde değişmediğini bulmuştur. Bu sonuçlar, servet aktarımı hipotezini desteklememektedir.

Myers (1977) ve Jensen ve Meckling (1976), hem hisse sahiplerinin hem de tahvil sahiplerinin temettüleri kısıtlama konusunda önceden anlaşılabileceklerini ileri sürmüşlerdir. Gerçekten de, tahvil sözleşmelerinin çoğu, hem yatırım hem de borçla finanse edilmiş temettüleri sınırlandıran kısıtlamaları içermektedir.¹¹⁹

Kalay (1982b), bu kısıtları incelemiş ve şirketlerin, tahvil sözleşmelerine göre tutmaları gereken minimumdan önemli ölçüde daha fazla nakit (veya nakde eşdeğer varlık) tuttıklarını bulmuştur. Kalay'ın bu bulgusunu, tersine servet transferi olarak yorumlayabiliriz. Yani, borç, şirket tarafından sadece minimum nakdin tutulacağı varsayımı altında fiyatlandırılırsa, o zaman minimum seviyenin üzerindeki nakit, borcun piyasa değerini (hisse sahipleri maliyetine katlanacaktır) arttıracaktır.¹²⁰

Gelecekteki bir zamanda daha fazla borç finansmanı aramaları muhtemel olan büyük şirketlerin, tahvil sahiplerinin zararına küçük bir kazanç için olumlu imajlarından vazgeçmeleri beklenmemelidir. Mevcut tahvil sahiplerinden hisse sahiplerine tek seferlik bir varlık transferinin sermaye maliyetinin artması nedeniyle uzun vadeli bir zararla nasıl sonuçlanabileceğini kolayca görülebilir. Sorun ne zaman ortaya çıkacaktır? Şirketin zaman kısıtlaması olduğu durumlarda, örneğin şirket mali sıkıntı içindeyken veya devralınmak üzereyken. DeAngelo ve DeAngelo (1990), bu iddiayla tutarlı kanıtlar bulmuştur. Mali güçlük içindeki şirketlerin temettülerini kesmeye isteksiz olduklarını göstermişlerdir. Bu örneklerde,

¹¹⁸ Handjinicolaou G., A. Kalay (1984), *Wealth Redistributions or Changes in Firm Value*, Journal of Financial Economics, S. 13, ss. 35 – 63.

¹¹⁹ Myers S.(1977), a.g.e., ss. 147 – 175.

- Jensen M. and W. Meckling (1976), a.g.e., ss. 305 – 360.

¹²⁰ Kalay A. (1982b), *Stockholder-Bondholder Conflict and Dividend Constraint*, Journal of Financial Economics, S. 14, ss. 423 – 449.

temettüleri kısmamak, bono alacaklılarından hisse senedi sahiplerine önemli bir servet transferi oluşturabilir.¹²¹



¹²¹ DeAngelo H., DeAngelo L. (1990), Dividend Policy and Financial Distress, Journal of Finance, S. 45, ss. 1415 – 1431.

IV. BÖLÜM

TÜRKİYE' DE KURUMSAL YÖNETİM UYGULAMASI VE DENEYSEL ÇALIŞMA

1. GENEL AÇIKLAMA

Türk hukuk sisteminde kurumsal yönetim düzenlemelerinin kaynağını Türk Ticaret Kanunu (TTK 1956), Sermaye Piyasası Kanunu (SPK 1981 halka açık şirketlere uygulanmaktadır) ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) ile SPK' nın çıkardığı düzenlemeler oluşturmaktadır. Bankacılık ve sigortacılık gibi sektörler ile ilgili özel kurallar mevcuttur. İlave olarak, Türk hukukunda doktrin ve içtihatlar zorunlu kurumsal yönetim kural ve standartlarının kaynağı oluşturur.

SPK halka açık şirketlerde kurumsal yönetim standartlarını yukarı çekmek amacıyla kurumsal yönetim ilkelerini yayınladı. Bu ilkelerin temelini OECD kurumsal yönetim ilkeleri(1999) ve dünyadaki hesap verilebilirlik, bütünlük, şeffaflık gibi hususları içeren genel kabul görmüş kurumsal yönetim standartları oluşturmaktadır.

SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri pay sahipleri hakları , kamunun aydınlatılması ve şeffaflık, menfaat sahipleri ilişkileri ve yönetim kurulu yapılandırılması ile fonksiyonu olmak üzere dört ana bölümden oluşmaktadır. SPK Kurumsal Yönetim İlkelerinin ana maddeleri ekte mevcuttur.¹²²

İlkelerin birinci 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 ayrıntılı olarak yer verilmekte; ayrıca pay sahipliğine ilişkin kayıtların sağlıklı olarak tutulması ve payların serbestçe devri ve satışı konuları ile pay sahiplerine eşit işlem ilkesi ele alınmaktadır.

İlkelerin ikinci bölümünde kamunun aydınlatılması ve şeffaflık kavramları ile ilgili prensipler yer almaktadır. Bu çerçevede, 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 ülkemiz koşulları göz önünde bulundurularak periyodik mali tablo ve raporlarda yer alacak bilgiler bir standarda bağlanmış ve işlevsellik ön planda tutularak ayrıntılandırılmıştır.

¹²² Sermaye Piyasası Kurulu, Kurumsal Yönetim İlkeleri, www.spk.gov.tr

Menfaat sahibi, işletmenin hedeflerine ulaşmasında ve faaliyetlerinde herhangi bir ilgisi olan bir kimse, kurum veya çıkar grubu olarak tanımlanmaktadır. Şirketle ilgili menfaat sahipleri pay sahipleri ile birlikte çalışanları, alacaklıları, müşterileri, tedarikçileri, sendikaları, çeşitli sivil toplum kuruluşlarını, devleti ve hatta şirkete yatırım yapmayı düşünebilecek potansiyel tasarruf sahiplerini de içerir. İlkelerin üçüncü bölümünde şirket ile menfaat sahipleri arasındaki ilişkilerin düzenlenmesine yönelik prensipler yer almaktadır.

İlkelerin dördüncü bölümünde, yönetim kurulunun fonksiyonu, görev ve sorumlulukları, faaliyetleri, oluşumu ile yönetim kuruluna sağlanan mali haklar ve yönetim kurulunun faaliyetlerinde yardımcı olmak üzere kurulacak komitelere ve yöneticilere ilişkin prensipler yer almaktadır.

İlkelerde yer alan prensipler “uygula, uygulamıyorsan açıkla” prensipleridir.

S&P ve Sabancı Üniversitesi Kurumsal Yönetim Forumu işbirliği ile Türkiye şeffaflık araştırması gerçekleştirilmiştir. Bütün olarak bakıldığında şirketler genelde kanunen zorunlu olan bilgilendirmenin ötesinde kamuyu aydınlatmadıkları sonucu ortaya çıkmaktadır (birkaç büyük, likit firmanın UMS nı gönüllü olarak benimsemesi dışında). İlave bulgular ve mesafe kat edilmesi gereken hususlar bu kısımda yer almaktadır.

Deneyisel çalışmamızın hipotezi, şirketlerde hisseler belli kişilerin elinde toplandıkça daha az temettü dağıtılacaktır. Çünkü hisse yoğunlaşması söz konusu olduğunda büyük hissedar küçük hissedarların aleyhine bazı kazanımlar elde ederler. Büyük hissedar kontrol gücünü kullanıp kar dağıtmayarak küçük hissedarlardan menfaat sağlar. Türkiye’de hisse yoğunlaşması arttığında kar dağıtım oranı düşüp düşmediği test edilmektedir.

2. KURUMSAL YÖNETİMİN TÜRK HUKUKUNDAKİ YERİ

Türk hukuk sisteminde kurumsal yönetim düzenlemelerinin kaynağını, Türk Ticaret Kanunu (TTK 1956), Sermaye Piyasası Kanunu (SPK 1981 halka açık şirketlere uygulanmaktadır) ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) ile SPK’ nın çıkardığı düzenlemeler oluşturmaktadır. Bankacılık ve sigortacılık gibi sektörler ile ilgili özel kurallar mevcuttur. İlave olarak, Türk hukukunda doktrin ve içtihatlar zorunlu kurumsal yönetim kural ve standartlarının kaynağı oluşturur.¹²³

SPK halka açık şirketlerde kurumsal yönetim standartlarını yukarı çekmek amacıyla kurumsal yönetim ilkelerini Temmuz 2003’te yayınladı. Bu ilkelerin temelini OECD

¹²³ Paksoy S., Aziz E., *Corporate Governance in Turkey*, Paksoy Law Firm, www.paksoy.av.tr

kurumsal yönetim ilkeleri(1999) ve dünyadaki hesap verilebilirlik, bütünlük, şeffaflık gibi hususları içeren genel kabul görmüş kurumsal yönetim standartları oluşturmaktadır.

SPK ilkeleri “en iyi uygulama” prensipleri olarak geliştirilmiştir. SPK ilkelerinin hukuki bağlayıcılığı bulunmamaktadır ve “uygula, uygulamıyorsan açıkla” metodu benimsenmiştir. Halka açık şirketlerin bu ilkeleri uygulamaları ve eğer uygulamıyorlarsa neden uygulamadıkları hakkında yıllık faaliyet raporlarında yatırımcıları bilgilendirmeleri gerekmektedir. Ancak, zaman içinde uygulanması ihtiyari ilkeler halka açık firmalar için bir kanun haline dönüşecektir.

2.1. PAY SAHİPLERİNE EŞİT İŞLEM İLKESİ VE PAY SAHİBİ HAKLARI

Hissedarların (pay sahiplerinin) Hakları:

Pay sahiplerinin temel hakları TTK da düzenlenmiştir. Bu temel haklar aşağıda belirtilmiştir fakat bunlarla da sınırlı değildir.

- a- genel kurula katılma ve oy kullanma hakkı
- b- şirketten bilgi isteme hakkı
- c- şirketin denetimini isteme hakkı
- d- görevini yaparken yetkisini kötüye kullanan yönetim kurulu üyeleri haklarında dava açma hakkı
- e- genel kurul kararlarına itiraz edebilme hakkı

Halka açık şirketlerde bilgi alma hakkı, genel kurul kararlarının iptali için hukuki yollara başvurma ve hisseyi hard kopya olarak alma hakkı SPK hükümleri ile güçlendirilmiştir. SPK ilkeleri halka açık şirketler için yönetim kurulu ve pay sahipleri arasındaki ilişkinin kurulmasından sorumlu şirket içinde kurumsal yönetim komitesine bağlı bir bölüm oluşturulmasını istemektedir.

Bu bölüm;

- a- pay sahiplerine güncel ve doğru bilgi vermekten
 - b- ticari sır kapsamı dışındaki soruların cevaplamasından,
 - c- pay sahipleri için yararlı genel kurul dokümanların hazırlanmasından ve kamunun aydınlatılmasından,
- sorumludur.

Yerli ve Yabancı Pay Sahipleri:

Yabancı Yatırım Kanunu , yabancı yatırımcıların yeni şirket kurma ve mevcut şirketlerin sermayesine katılımı ile ilgili diğer ülkelerle kıyaslandığında zor ve çok bölümlü prosedürü ortadan kaldırmak için yeniden düzenlendi. Pay sahibi hakları yabancı ve yerli hissedarlar için aynıdır. Yabancı yatırımcılar (gerçek ve tüzel kişiler) serbest olarak ticaret sicil kaydını müteakip yeni şirket kurabilir. Ancak, banka, leasing, faktoring, sigorta, tüketici finansman şirketleri ve halka açık şirketler yeni kurulurken veya sözleşme hükümleri değiştirilirken Sanayi ve Ticaret Bakanlığının onayına ihtiyacı vardır.

İmtiyazlı Hisse Senetleri:

Hissedarın onayıyla, sermaye şirketleri imtiyazlı senetler çıkarabilir ve pay sahiplerinin bazı haklarını kısıtlayabilirler. TTK her hissenin en azından 1 oy hakkına sahip olmasını gerekli kılmaktadır. Ancak, Sermaye Piyasası Kanunu şirketin sözleşmesinde madde olması durumunda anonim şirketlerin oy hakkı olmayan imtiyazlı senetlerin çıkarılmasına izin vermektedir. Verilecek imtiyazların konusu ve çerçevesi ile ilgili bir sınırlama bulunmamaktadır. İmtiyazlı hisseler genelde birden çok oy, yönetim kurulu üyesi atama, önceden belirlenmiş kar dağıtım oranı veya şirketin tasfiye anında alacakta öncelik gibi haklara sahip olmaktadır.

Azınlık Hakları:

Sermaye şirketlerinde sermayenin en az %10 una sahip (halka açık şirketlerde %5) ortaklar TTK ve Sermaye Piyasası Kanunu koruması çerçevesinde azınlık kabul edilip belli derecede korumaya sahiptir. SPK, sözleşmesinde azınlık hissedarların haklarına zarar veren hükümler içeren halka açık şirketlere anılan hükümlerin kaldırmaları için baskı uygulamaktadır.

Kanun tarafından azınlık pay sahiplerine aşağıdaki haklar verilmiştir.

- a- hissedarları olağanüstü toplantıya çağırmak,
- b- toplantı gündemine madde eklettirmek
- c- yönetimin ibrasını veto etmek,

- d- denetçi atanmasını talep etmek veya TTK na veya sözleşmeye aykırı davranan yönetim kurulu üyeleri ile ilgili, şirketin aksiyon almasını talep etmek,
- e- bilanço tartışmasının bir ay ertelenmesini talep etmek,
- f- halka açık şirketlerde birkimli oy kullanma yoluyla yönetim kurulu üyesinin seçilmesini talep etmek,

Bu hakların ötesinde SPK ilkeleri halka açık şirketlerin azınlık haklarının kullanılması için elinden gelen en iyi çabayı göstermesini ve % 5 lik sınırın daha alt seviyeye çekilmesi için sözleşmeye madde koymalarını istemektedir.

Türk Ticaret Kanunu, azınlık oluşturan hissedarlara, genel kurul toplantılarına katılmama veya oybirliği ya da nitelikli nisap aranan kararlara itiraz etme gibi olumsuz azınlık hakları tanımıştır. Azınlık pay sahipleri yeterli sayıda hisseye sahipse ve karar almak için mukayyet çoğunluk aramıyorsa şirketin karar alma sürecini bloke edebilir. Kurucu hissedarları, yönetim kurulu üyelerini ve şirketin denetçilerini şirketteki iş süreçleri dolayısıyla sorumluluklarından ibra etmek için azınlık pay sahiplerini olumlu oyu gereklidir.

İçerden Öğrenenlerin Ticareti ve Kendi Adına Ticaret:

Yanılıcı veya yanlış bilgi yayma ve manipulatif işlemler suç olup, para ile hapis cezası ile cezalandırılır. Sermaye Piyasası kanunu içerden edilen bilgi ile işlem yapma durumunda 2-5 yıl arası hapis ve işlemin çapına bağlı olarak para cezası getirmektedir. SPK bu tür işlemleri araştırmak ve bulgularını davacı olarak savcıya vermekle sorumludur. SPK ilkeleri, yönetim kurulu üyelerince, yöneticilerce, kontrol eden pay sahiplerince veya belli bilgiye sahip kişilerce insider işlemlere karşı diğer pay sahiplerine koruma sağlamaktadır.

Kanundan Gelen ve Diğer Tazmin Yolları:

Eğer bilgi alma hakkının önlenmesine yönelik veya şeffaflık ilkelerine uygunsuzluk ile ilgili bir ihlal söz konusu ise, % 10 hisseye sahip olan pay sahipleri (halka açık şirketlerde %5) şirketin denetçisine durumun tazmin edilmesini isteyebilir. Denetçiler tarafından geçerli bulunan şikayetlere yıllık raporda yer verilir.

Genel kurulda hukuka, sözleşme maddelerine veya iyi niyet kurallarına aykırı karar alınmışsa, toplantıda bulunan ve karara karşı çıkan hissedar ve oy kullanma hakkından gayri kanuni mahrum olan hissedar veya prosedüre uyulmadığını iddia eden hissedar kararın iptalini ilgili mahkemeden isteyebilir. Eğer karar yönetim kurulu ve denetçilerin aleyhine

sonuçlanırsa , ilgili kişiler için hukuki dava açabilir. SPK ilkeleri genel kurulda yanlış bilgilendirildiği ve yönlendirildiği için kararı onaylayan pay sahipleri için bu hakkı gevşetmiştir. Pay sahipleri Ticaret ve Sanayi Bakanlığına, SPK ya veya IMKB ye gerekli gördüğü takdirde şikayette bulunabilir.

SPK aşağıdaki hususlarda karar almaya yetkilidir;

- a- şirketin hisselerinin işlem görmesini durdurmak,
- b- şirketin halka açılmasını durdurmak,
- c- şirketin bazı raporlar hazırlamasını istemek,
- d- azınlık hisselerini , çoğunluk pay sahiplerinin piyasa fiyatından alınmasını istemek,
- e- şirketin finansal durumu iyi değilse önlem alınmasını istemek,
- f- gizli kar transferini durdurmak,
- g- finansal araçların likidasyonunu istemek,

2.2. YÖNETİM KURULU ÜYELERİ

Tek Kademeli Yönetim Kurulu:

Anonim şirketler şirketin işlerinin yönetiminden nihai olarak sorumlu pay sahiplerinin atadığı tek kademeli yönetim kurulu tarafından yönetilir. Yönetim kurulu maksimum üç yıl seçilen en az üç direktörden oluşur. Günlük işlerin yürütülmesi için genel müdür ya yönetim kurulu yada genel kurulda pay sahipleri tarafından atanır. TTK ve sözleşme hükümlerine göre, yönetim kurulu zaman zaman bir veya birden fazla üyesini Murahhas Aza olarak atayabilir veya Murahhas Azalıktan çıkarabilir. SPK ilkeleri, yönetim kurulunun icracı ve icracı olmayan direktörlerden oluşmasını tavsiye etmektedir. Çıkar çatışmasını önlemek için yönetim kurulu başkanı ve genel müdürün farklı kişiler olması tavsiye edilmektedir.

SPK ilkeleri yönetim kurulu içinden en az iki üyesi olan komiteler kurulmasını, çoğunluğun icracı olmayan direktörlerden olmasını ve komite başkanının bağımsız yönetim kurulu üyesi olmasını tavsiye etmektedir. Denetim kuruluna ilave olarak SPK ilkeleri kurumsal yönetim komitesi kurulmasını önermektedir.

Yönetim Kurulu Toplantıları:

Sözleşmede aksi belirtilmemişse, yönetim kurulu, üyelerinin çoğunluğu hazır olması kaydıyla şirketin işleri için gerekli olan her zaman toplanır. SPK ilkeleri yönetim kurulu toplantılarına yeterli sayıda bağımsız ve icracı olmayan yönetim kurulu üyesi katılımını zorunlu kılmaktadır. Kararlar toplantıda hazır bulunan yönetim kurulu üyelerinin çoğunluk olumlu oyuyla alınır. Her üyenin bir oyu vardır. Yönetim kurulu fiziksel olarak toplanmadan da karar alabilir. Bu durumda toplantı notları üyelere dağıtılır. Toplantı defterine yönetim kararlarının yazılması ve imzalanması suretiyle kararlar bağlayıcı olur.

Bağımsız Üyelik:

Ne TTK nede Sermaye Piyasası kanunu çıkar çatışmalarının çözümlenebilmesi ve kabul görmüş standartlara uygunluk sağlamak için şirketlerde bağımsız yönetim kurulu üyesi zorunludur diye bir madde içermektedir. Türkiye'deki firmalarda yönetim kurulu üyelerinin ya direk yada dolaylı olarak veya pay sahibi olarak firma ile bir çeşit ilişkisi mevcuttur. SPK ilkeleri halka açık firmalarda yönetim kurulu üyelerinin 1/3 ünün bağımsız olmasını (en az 2) önermektedir.

Bağımsız yönetim kurulu üyelerinin çıkar çatışmalarını önlemeleri beklenmektedir. SPK ilkelerine göre, iki yıl geçmeden aileden olan, danışmanlık hizmeti alınan, grup şirketinde icracı olan kişiler şirket yönetim kuruluna bağımsız yönetim kurulu olarak atanamazlar. İlave olarak, yönetim kurulunda yedi yıl çalışan yönetim kurulu üyesi bağımsız yönetim kurulu üyesi olamaz. Eğer bağımsızlığı zedeleyen herhangi bir durum ortaya çıktığında yönetim kuruluna açıklanacak ve bu bilgi halka duyurulacaktır. Böyle bir durumda, yönetim kurulu bağımsız yönetim kurulu üyesi adedini ilkelere uygun duruma getirecektir.

Yönetim Kurulu Üyelerinin Nitelikleri:

TTK göre, yönetim kurulu üyesi hukuki hakları kullanma yeteneğine sahip gerçek kişi pay sahibi veya pay sahibi tüzel kişinin temsilcisi olmalıdır. Şirket denetçisi aynı şirkete yönetim kurulu üyesi olarak atanamaz. TTK yönetim kurulu üyelerinin herhangi bir niteliğe sahip olmasını zorunlu kılmaz. Özel kanunlar bazı anonim şirketlerin (banka gibi) yönetim kurulu üyelerinin tecrübe, eğitim gibi kıstaslara uymasını zorunlu kılmaktadır. SPK ilkeleri yönetim kurulu üyesinin yeterli bilgiye sahip olmasını ve pay sahipleri ile menfaat sahiplerinin çıkarına hareket etmesini tavsiye etmektedir. TTK göre, yönetim kurulu üyesi

iflas ederse, kanuni haklarını kullanma yeteneğinden yoksun kalırsa, hırsızlıktan hüküm giyerse yönetim kurulu üyeliği son bulur.

Yönetim Kurulu Üyelerinin Görev ve Sorumlulukları:

TTK' ya göre, yönetim kurulu üyesi görevini dikkatli, uzak görüşlü, ve iyi niyet çerçevesinde yürütür. Yönetim kurulu üyeleri şirketle ilgili işlerde ve sözleşmelerde doğrudan ve dolaylı olarak çıkarı olmasına izin verilmez. İlave olarak, yönetim kurulu üyeleri genel kurulda pay sahiplerinin onayını almadan şirkete rakip olacak iş yapamazlar veya şirketin rakibine ortak olamazlar. Bu onay belli bir işlem için verilebileceği gibi genel bir muafiyet de olabilir.

Türk Kanununda yönetim kurulu üyelerinin görev ve sorumlulukları:

- a- şirketin çıkarını en üst seviyede kollayacak şekilde davranmak,
- b- iyi niyet kuralları çerçevesinde davranmak,
- c- sadakatlı olmak,
- d- yıllık mali raporların oluşturulmasını sağlamak,
- e- pay sahiplerine işin gidişatı hakkında rapor sunmak,
- f- kar dağıtım ile ilgili kararı önermek,
- g- pay sahiplerini toplantı çağrısı yapmak,
- h- pay sahiplerinin toplantıda aldığı kararları uygulamak,
- ı- şirketin borcu varlıklarını aşarsa bölge mahkemesinin haberdar etmek,
- i- daha önceki yönetim kurulu kararlarını gözden geçirerek, yanlış işlemleri düzeltmek için gerekli önlemleri almak,
- j- şirketin idari ve mali kontrol sisteminin kurulmasını sağlamak,
- k- iç ve dış hukuki düzenlemelere uygunluğun sağlandığından emin olmak,
- l- halka açık şirketlerde kurumsal yönetim uygulamalarının geliştirilmesi ve düzenlenmesini sağlamak(SPK ilkeleri),

Yukarıdaki hususlar ilave olarak, SPK halka açık şirketlerin ve aracı kurumların yönetim kurulu üyelerinin doğruluğu açısından mali tabloları imzalamaları zorunlu kılınmıştır.

Yönetim kurulu üyeleri, genel müdür, ve diğer mali tabloları hazırlamakla sorumlu yöneticiler mali tabloların doğruluğundan ve tam olduğundan sorumludur. Bu yöneticilerin mali tabloların doğru olduğuna ve şirketin gerçek durumunu yansıttığına dair yazılı açıklama yapmaları gerekmektedir.

Yönetim Kurulu Üyelerini Sorumlulukları:

Bazı durumlarda yönetim kurulu üyeleri yaptıkları işlerle ilgili münferiden veya müteselsilen sorumludur. Yönetim kurulu üyeleri şirket adına yaptıkları işlem ve sözleşmelerden kişisel olarak sorumlu değildir. Yönetim kurulu müteselsilen aşağıdaki hususlardan sorumludur:

- a- şirket kayıtları ve defterlerin kanuna uygun tutulmaması,
- b- hissedarlara hisseleri karşılığında elde edeceği getirinin, sahip olunan hisse adedine uygun olmaması,
- c- bilançoya uygun olmayan kar dağıtımı,
- d- şirket defterlerinin kanuna uygun tutulmaması,
- e- hissedarların kararlarının sebep göstermeksizin uygulanmaması,
- f- yönetim kurulunun dikkatsizce veya isteyerek görevlerini kanun ve sözleşme maddelerindeki hükümlere uygun yapmaması

Şirket yöneticileri de yönetim kurulu tarafından kendilerine devredilmiş görevlerden yönetim kurulu üyesi gibi sorumludurlar. Bir görev sadece bir yönetim kurulu üyesine tevdi edilmişse, bu durumda müteselsilen sorumluluk aranmaz. Zarar doğuran kararın alındığı toplantıya katılmayan veya olumsuz oy kullanan yönetim kurulu üyesi için de müteselsil sorumluluk aranmaz. Şirketin durumu ile ilgili üçüncü tarafı yanıltan herhangi bir yönetim kurulu üyesi kişisel olarak uğratılan zarardan sorumludur. Yine yeni atanan yönetim kurulu üyesi daha önceki yönetim kurulu üyesinin yaptığı uygunsuzluk hakkında denetçiden rapor istemelidir, aksi takdirde daha önceki yönetim kurulu üyesi ile birlikte sorumlu olur. Mevcut veya önceki direktör ve yöneticilerin sorumlulukları, hissedarların anılan kişileri ibra etmeleri ve feragat ile son bulur.

Halka açık şirketlerin, aracı kurumların yönetim kurulu üyelerinin sorumluluk derecesi artırılmıştır. Bu anonim şirketlerinin yönetim kurulu üyelerine yanlış işlemelerden ötürü cezalar % 50 artırılmaktadır.

Kanuni Denetim:

TTK' na göre, anonim şirketler maksimum üç yıl için seçilen 1-5 adet denetçiye sahip olmalıdır. Denetçiler genel kurulda pay sahipleri tarafından atanır veya görevine son verilir. İç denetçiler hissedarlar adına şirketin hesaplarının kanuna ve şirketin sözleşmesine uygunluğunu denetler.

Bağımsız Denetim:

Halka açık şirketler SPK tarafından yetkili kılınmış bağımsız denetim firmaları tarafından yıl sonunda tam denetimden ve geçici vergi dönemlerinde ise sınırlı denetimden geçmeleri zorunludur. Bağımsız denetim firması firmanın finansal tablolarını genel kabul görmüş muhasebe standartlarına uygun hazırlandığını ve şirketin finansal durumunu doğru bir şekilde yansıttığına dair görüşünü belirtmelidir. Denetim firmasının görüşü yatırımcıyı yanılttığı ispatlanırsa, denetim firması hukuki davaya maruz kalır.

SPK ilkelerine göre, bağımsız denetçiler yönetim kurulu tarafından denetim komitesi onayıyla maksimum beş yıl için atanır. Tekrar aynı denetçinin seçilebilmesi için en az 2 yıl geçmesi gerekmektedir. SPK halka açılmada, şirket birleşme ve satın almada veya iş kolu değişikliğinde özel denetim raporları düzenlenmesini zorunlu tutmaktadır.

Çıkar çatışmasından kaçınmak için, bağımsız denetim firması ve çalışanları denetim müşterilerine iç denetim, defter tutma, muhasebe hizmetleri gibi danışmanlık hizmetleri veremezler.

Denetim Komitesi:

SPK ilkeleri, halka açık şirketlerin en az iki icracı olmayan yönetim kurulu üyesinden oluşan denetim komitesi kurmasını zorunlu kılmaktadır. Denetim komitesi şirketin iç kontrol sisteminin kurulmasından ve muhasebe sisteminin gözden geçirilmesinden sorumlu olacaktır. Denetim komitesi ilave olarak yönetim ve bağımsız denetim firması ile yıllık ve geçici mali tabloları (yatırımcıları doğru bilgilendirme amacıyla) tartışacaktır. Denetim komitesi bağımsız denetim firmasının çalışmasını gözetecektir. Denetim komitesinin yılda en az dört kez toplanması ve toplantı tutanaklarının yönetim kurulu üyelerine iletmeleri gerekmektedir.

2.3. ÇALIŞANLARIN VE DİĞER MENFAAT SAHİPLERİNİN ROLLERİ

TTK ve SPK kanunu menfaat sahiplerinin rolü ile ilgili özel hükümler içermemektedir. SPK ilkeleri menfaat sahiplerini çalışanlar, tedarikçiler, müşteriler ve kredi veren kuruluşlar olarak tanımlamaktadır. Menfaat sahiplerinin kanundan gelen haklarının korunması ve saygı duyulması sağlanmalıdır. İlave olarak, SPK ilkelerinde menfaat sahiplerinin şirketin yönetim ve kurumsal yönetim sürecine katılması teklif edilmektedir.

2003 Mart ayında yürürlüğe giren iş kanunu, çalışanların işten bireysel ve toplu olarak çıkarılmalarıyla ilgili bazı haklar ve koruma sağladı. Aynı kanun, bütün şirketlerin çalışanlarının bir temsilcisi olması zorunluluğunu getirdi.

2.4. KAMUYU AYDINLATMA VE ŞEFFAFLIK

Güçlü kamuyu aydınlatma ve şeffaflık rejimi etkili kurumsal yönetimin anahtar unsurudur. Şeffaflık zamanında ve doğru olarak şirketin mali ve operasyonel sonuçları ile ilgili bilgileri, şirketin amaçlarını, pay sahiplerini ve risk faktörlerini açıklamayı içermektedir.

SPK ve İMKB halka açık şirketlerin, aracı kurumların uluslararası muhasebe standartlarına benzer muhasebe standartlarını belirledi. Genel kural olarak, halka açık şirketler yatırımcının kararını, hissenin ve şirketin piyasa değerini, yan kuruluşlarını, yöneticilerini, personelini veya şirkette doğrudan ve dolaylı ilişkide olan üçüncü tarafları etkileyecek değişiklikleri en hızlı şekilde kamunun bilgisine sunmak zorundadır. 2003 Ekim’de , SPK elektronik imza ile bilgi açıklama kurallarını yayınladı.

Önemli Mali ve Mali Olmayan Performans:

Halka açık şirketler denetimden geçmiş bilanço, gelir tablosu ve kanuni denetçi raporunu İMKB ye ve SPK ya dönemsel olarak vermek zorundadır. Her yıl şirketler mali tablolarını resmi gazetede ve en az iki günlük gazete yayınlamalıdır. Borsada işlem gören şirketler mali durumlarını gösteren yazıyı İMKB ye iletmelidirler.

Kamuyu aydınlatma kuralları çerçevesinde, SPK aşağıda belirtilen değişikliklerin de bildirilmesini zorunlu kılmıştır.

- a- ortaklık ve yönetimdeki değişiklik,
- b- sabit kıymetteki değişiklik(alım,satım,leasing),

- c- şirketin faaliyetindeki değişiklik,
- d- şirketin mali durumundaki değişiklik,

SPK ana şirketin faaliyetindeki, mali durumundaki, yönetimindeki veya sermayesindeki değişikliğin de bildirilmesini zorunlu kılmaktadır.

Yukarıdaki hususlara ilave olarak, İMKB ve SPK sermayedeki artışın aşamaları, sözleşmedeki değişiklikler, genel kurullar, kar dağıtım kararları, tahvil borçlanmaları, yönetimden sorumlu yöneticinin ve denetim şirketinin değişikliği, şufa hakları ve periyodik mali tablolar ile ilgili bilgi vermeyi zorunlu kılmaktadır.

İMKB ve SPK kamuyu aydınlatma kurallarına uymayan şirketleri gizli ve halka açık bir şekilde uyarma, şirketin işlem tahtasını kapatma veya mali ceza verebilme güç ve yetkisine sahiptir. Bu güç düzenli bir şekilde kullanılmakta böylece şirketler hemen kamuyu aydınlatma kurallarına uymaktadır. İMKB ,şirketleri bu kurallara uymadığı durumda gözaltı pazarına alabilir. Bu durumda olan şirketlerin senetleri günde sadece 30 dakika işlem görebilir ve her bir işlem yakından takip edilir. İlave olarak, kamuyu aydınlatma ve şeffaflık kurallarına uymama manipulatif işlemler hükümlerine istinaden hapis cezası kapsamına girebilir.

Ortaklık Yapısı:

Halka açık şirketler ortaklık yapısını en büyük hissedarın kimliğini içerecek şekilde kamu oyunun bilgisine sunmak zorundadır. Doğrudan ve dolaylı olarak (5/100,10/100,15/100,20/100,25/100,1/3,1/2,2/3,75/100) hissenin alınması ve satılması ile aynı oranlarda oy hakkı değişikliğinde İMKB ve SPK' ya bildirimde bulunulmalıdır. Hisseleri satın alan kişi satın alınan hisse adedini, ödenen tutarı ve işlem gününü işlemin yapıldığı ayın ertesi ayın ilk haftasında kamuoyu bilgisine sunmalıdır.

Yönetim Kurulu Üyeleri, Yöneticiler ve Danışmanlar:

Sermaye piyasası kanunu % 5'ten daha fazla hisseye sahip yönetim kurulu üyeleri, genel müdür, genel müdür yardımcısı ve diğer yetkili personel, şirketin sermayesinin %1 ni geçen hisse alım ve satımlarını SPK ve İMKB ye bildirir. Yine anılan kişilerin atanması, görevden alınması ile yerine başkasının geçmesi durumunda ve anılan kişiler hakkında kanuni dava açılması ile dava kararları hakkında kamuoyu aydınlatılmalıdır.

Grup Şirketi İlişkileri:

SPK piyasa fiyatı dışında halka açık şirketin kaynak ve varlıklarını ilişkili firmalara aktarımı olan gizli kar transferini ve kar dağıtımını düzenler. Bu kaynak transferleri sadece kanuna aykırı olmayıp, ağır para cezasına ve 3-5 yıl arası hapis cezası sonucunu doğurur. SPK düzenlemeleri gizli kar transferlerinin tespit edilebilmesi için mali tabloların dipnotlarının halka açık şirketin doğrudan ve dolaylı sermaye ilişkisi olan tüzel ve gerçek kişilerle yeterli bilgileri içermesini zorunlu tutmaktadır.

SPK İlkelerindeki Yenilikler:

Hesap verilebilirlik ve şeffaflığı sağlayabilmek için, SPK ilkeleri, şirket bilgilerinin açıklanması için detaylı rehber oluşturmuş ve halka açık şirketlerin medya, yazılı iletişim ve elektronik ortam(e mail-internet) yoluyla bütün kayda değer bilgilerin kamuoyunun bilgisine sunulmasını zorunlu kılmıştır. SPK ilkelerine göre zamanında ve doğru bilgilendirme son derece önemlidir. Yurt dışı borsalara kote Türk şirketleri yurt dışı borsaya ne bilgi veriyorsa aynısı Türk yatırımcılarının bilgisine sunulmalıdır.

3. TÜRKİYE ŞEFFAFLIK VE KAMUYU AYDINLATMA ARAŞTIRMASI

Bu araştırma S&P ve Sabancı Üniversitesi Kurumsal Yönetim Forumu işbirliği ile gerçekleştirilmiştir.¹²⁴

Bütün olarak bakıldığında şirketler genelde kanunen zorunlu olan bilgilendirmenin ötesinde kamuyu aydınlatmamaktadır (birkaç büyük , likit firmanın UMS nı gönüllü olarak benimsemesi dışında). 2005 yılında raporlama ve raporlama standartlarına uymayı zorunlu kılacak kanuni düzenlemelerdeki değişiklik , artan yatırımcı ilgisi ve artan büyüme potansiyeli gibi faktörlerden dolayı bu durumun değişeceği öngörülmektedir.

İş gruplarının (holdinglerin) tutarlı bir kamuyu aydınlatma ve şeffaflık politikasının olmaması araştırmanın önemli sonuçlarından bir tanesidir. Holding şirketlerinin ve iştirakleri kamuyu aydınlatma açısından farklı uç noktalarda yer almaktadır. Bu farklılık sektör, büyüklük veya ortaklık yapısı tarafından etkilenmemekte ve konsolide raporların önemini ve grupların şeffaflığı ile ilgili endişeleri artırmaktadır.

¹²⁴ A.Balic, N. Bradley (2005), *Corporate Governance: Turkish Transparency and Disclosure Survey*, forthcoming.

Türkiye’de pay sahiplerinin haklarını içeren belge şirket esas sözleşmesi ve farklı sınıflardaki hisseler genelde kamuoyunun bilgisine sunulmamaktadır . Türk şirketlerinin aile şirketleri olduğu düşünüldüğünde, azınlık pay sahipleri için yönetim kurulu üyesi aday gösterebilme hakkı önemlidir. Aday gösterme prosedürü esas sözleşmede yer almalı ve pay sahiplerini bağlayıcılığı olmalıdır. Direktör aday seçimi prosedürü kamuoyunun bilgisine sunulmamaktadır. Holding üst düzey yöneticilerinin holdingin politikalarını uygulamak üzere iştiraklerin yönetim kurullarında yer almakta ve bu durum iştiraklerin yönetim kurulu üyelerinin etkinliği açısından endişeleri artırmaktadır. Yine, bu politikalar kamuoyu ile genelde paylaşılmamaktadır.

Ortaklık yapısı ve yatırımcı ilişkileri ile ilgili genelde kamuoyunun bilgisine sunulan ve sunulmayan bilgiler şunlardır: En büyük hissedarın kimliği ve çıkarılan hisselerin adedi çoğu firmaya yatırımcının bilgisine sunulmaktadır. Çapraz mülkiyet ve şirketin nihai sahibi bilgisi genelde yatırımcının bilgisine sunulmamaktadır.

Mali bilgi ve şeffaflık hususunda kamuoyunun bilgisine sunulan bilgiler şunlardır: muhasebe politikaları , kullanılan muhasebe standardı, enflasyon düzeltmesine tabi tutulan hesaplar, denetim firmasının unvanı, denetçi raporu, faaliyet konusunun açıklanması, üretilen ürünlerin ve sağlanan hizmetlerin detayı ve varlık değerlendirme metodu. Hiçbir firma denetim firması denetim ve denetim dışı hizmetler için ne kadar ödediğini bildirmemektedir. Son üç-dört yıldır çıkar çatışmasının mevcudiyetini değerlendirmek için bu bilgilerin önemi vurgulanmaktadır. Yönetim kurulu ve yönetim yapısı ve süreci ile ilgili olarak yönetim kurulunun listesi ve yönetim kurulu başkanının kimliği kamuoyunun bilgisine sunulmaktadır.

Kamuoyunun bilgisine sunulmayan hususlar ise çok olup, aşağıda belirtilmiştir: yönetim kurulu üyelerinin maaşlarının şekli, yönetim kurulu üyelerinin performansa dayalı ödemeleri, yönetici maaşları hakkında karar verme süreci, yöneticilerin maaşlarının şekli, yöneticilerin performansa dayalı ödemeleri, yönetim kurulu başkanının sözleşmesinin detayı, yönetim kurulu üyelerinin eğitimi, yöneticilerin iştiraklerde sahip oldukları hisse miktarı, holding ve iştirakleri arasındaki ilişkinin politikasının mevcudiyeti, yönetim kurulu üyesi aday gösterme komitesinin mevcudiyeti, özlük haklarına yönelik komitenin mevcudiyeti.

Aşağıdaki bilgilerin kamuoyuna sunulması Türk şirketlerinin ortaklık yapısı dikkate alındığında önemli bulunmuştur. Grup şirketleri işlemleri (firmaların %60 ı bu bilgiyi vermektedir), bağımsız yönetim kurulu üyesi mevcudiyeti (firmaların %25 i bu bilgiyi vermektedir), denetim komitesinin mevcudiyeti (firmaların %40 ı bu bilgiyi vermektedir), esas sözleşmenin içeriği (firmaların %30 u bu bilgiyi vermektedir) , oy kullanma anlaşmaları

ve blok gruplar (firmaların %5 i bu bilgiyi vermektedir), farklı sınıftaki hisselerin bilgisi (firmaların %50 si bu bilgiyi vermektedir), yönetim kurulu aday gösterme süreci (açıklanmamaktadır), genel politikaların iştiraklere uygulanacağı yönünde bilgilendirme(açıklanmamaktadır).

4. ORTAKLIK YAPISI VE KAR DAĞITIM POLİTİKASI BAKIMINDAN KURUMSAL YÖNETİM

Türk kurumsal yönetim sistemi değerlendirilirken ülkenin en zengin aileleri olduğu bir “insider=içerdekiler sistemi” olarak tanımlanmaktadır. Hisse sahipliği yüksek oranda yoğunlaşmıştır ve piramit yapılar, çapraz hisse sahipliği ve farklılaşmış oy haklarıyla yürütülmektedir. Düşmanca devralmalar, disipline edici yöntem olarak önemsizdir. Piyasanın şirketleri kontrol etmesi için yeterince derin borsa yoktur. Büyük hissedar gözetimi gibi iç kontrol sistemleri, kontrolün ana araçlarıdır. Küçük hissedarların yetersiz korunması, büyük ve küçük hissedarlar arasındaki çatışmayı Türkiye’de önemli bir sorun haline getirmektedir. Düşük kar payları dağıtımı bunun kanıtlarını sağlıyor.

Yoğunlaşmış hisse sahipliği yayılmış hisse sahipliğinin dezavantajı olan gözetim eksikliğini ortadan kaldırmaktadır. Ancak, bunun yanında bazı dezavantajları beraberinde getirmektedir. Düşük likidite, yüksek sermaye maliyeti ve çoğunluk hisse sahiplerinin azınlık hisse sahiplerinden çıkar sağlaması belli başlı dezavantajlardır. Türkiye’de hisse yoğunluğu arttıkça kar dağıtım oranı azalıp azalmadığı deneysel çalışmamızın temasını oluşturmaktadır. Hipotezimiz şirketlerde hisseler belli kişilerin elinde toplandıkça daha az temettü dağıtılacağıdır. Çünkü hisse yoğunlaşması sözkonusu olduğunda büyük hissedar küçük hissedarların aleyhine bazı kazanımlar elde ederler. Büyük hissedar kontrol gücünü kullanarak kar dağıtmayarak küçük hissedarlardan menfaat sağlar. Çıkar çatışması büyük hissedar(lar) ve küçük hissedarlar arasındadır. Senaryoda, firmada bir kişinin/firmanın hissesi %50 den büyükse “büyük hissedar” tarafından domine edilen şirket olarak tanımlanmıştır. Bir firmada bir kişinin/firmanın hissesi %50 den küçükse “küçük hissedar tarafından domine edilen şirket olarak tanımlanmıştır.

Lintner modeli kullanılarak kar dağıtım oranları hesaplanmıştır.

4.1. LINTNER MODELİ

Lintner, kar payı dağıtımının en önemli ve aktif değişken olduğundan dolayı, tartışmasını alı konulmuş karlar ve tasarruflar yerine kar payı dağıtım ve politikalarına odaklanmaktadır. Tasarruflar şirketin oluşmuş kar payı dağıtım politikalarının yan ürünüdür. Şirketin tasarruflarının hacmi üzerindeki vergilerin en önemli etkisi karın büyüklüğü üzerinde görülür ki bu da temettülerin hacmi ile ilgilidir. Yani kar payı dağıtım karar ve politikalarına odaklanmak yeterlidir.

İlk önce kar payı ödemesi ve politikasına önemli etkide bulunabilecek faktörler belirlenmiştir. Şirketin büyüklüğü, kar dağıtım oranının değişme sıklığı, yatırılan sermayenin göreceli getirisi, ortalama fiyat/kazanç oranı, bilanço ve nakit akış likiditesi, kazançların istikrarlı olması, halka açıklık oranı(kapitalizasyon), hisse temettüsü kullanılması, extra/bölünmeler, ve yönetimin ve kontrol eden grubun hisse sahipliğinin büyüklüğü anılan faktörler arasındadır.

Seçilen şirketler “endüstriyel” sayılan gruptan olup, çeşitli temettü dağıtım politikaları uygulamaktadırlar. Seçilen şirketlerle mülakatlar da yapılmıştır. Firmalar rastgele seçilmemiştir. Bilinçli olarak farklılık/ çeşitlilik arzeden firmalar seçilmiştir. İstatistiki çalışma bunun üzerine kurulmuştur. Genel olarak, seçilen firmaların kar payı dağıtım politikası ile ilgili şu hususlar önem arz etmektedir. Herhangi bir dönemde ne kadar temettü dağıtılacağı sorusu, her firmada mevcut kar payı dağıtım oranını değiştirilmesi gerekir mi ye dönüşmektedir. Yöneticilerin gözünde mevcut kar payı oranını değiştirmek işin özüdür. Karar alma sürecinde bağımlı değişken mevcut oranın değiştirilmesidir, miktar değil. Yöneticiler hisse sahiplerinin istikrarlı bir kar dağıtım oranını tercih ettiklerini ve piyasanın istikrara veya oranın yavaş yavaş artmasına prim verdiğine tutucu bir şekilde inanırlar. Bu sebeple, bir iki yıl sonra terse dönebilecek kar dağıtım oranını benimsemekten kaçınırlar. Düzensiz kar dağıtım oranından kaçınma zamanla kar payı dağıtım kararlarında istikrarlı bir seyir izlenmesine sebebiyet vermektedir. Bu istikrarlı seyre belli bir yılda kar payını değiştirme politikası /uygulaması cari finansal rakamlardaki değişikliğin bir kısmını yansıtarak ulaşılmaktadır. Kar payı dağıtım oranındaki kısmi ayarlamalar ileriki senelerde hala iyi durum devam ediyorsa gerçekleştirilmektedir. Bu devam eden kısmi ayarlama hisse sahibinin olumsuz tepkisini azaltmasına yardımcı olarak kar dağıtımını istikrarlı hale getirmektedir. Yöneticiler gelecekteki belirsizlikten dolayı bu kısmi ayarlama memnundurlar ve kendilerini daha rahat hissederler. Çünkü, gelecek senelerde trend terse dönerse nakit akışı bozulmayacaktır. Bu da ilave bir güvence sağlayacaktır. Şirketin yönetimi kar payı dağıtım oranını değiştirme kararını alırken ikna edici ve objektif bir şekilde bu durum hisse sahibine

ve finansal piyasa aktörlerine açıklamalıdır. Cari net kar diğer faktörlerin hepsinden daha iyi bu işlevi görür. Kar rakamları finansal medyada sık sık yayınlanır ve çok ilgi görür. Yöneticiler tersine zorlayıcı bir neden yoksa, elde edilen karın bir kısmını hisse sahiplerine kar payı olarak dağıtmayı adil bir davranış ve sorumlulukları olarak görürler. Kar rakamının tersine, hisse sahipleri kar payı dağıtımında diğer faktörleri daha az bilir, anlar ve dikkate alır. Örneğin kar payı dağıtımını engelleyen borçlanmalar, belli tarihte ödenmesi gereken borçlar, veya likidite pozisyonları belli durumlarda önemlidir ancak kar payı dağıtım kararı yukarıdaki faktörlerin hepsine baskın gelmektedir. İleriyi gören basiretli yöneticiler ilerde kar payı dağıtımını kesip rahatsız duruma düşmemek için finansal politikalarını en iyi şekilde planlarlar. Kar payı dağıtım oranında düşüşe hisse sahipleri sert olumsuz tepki gösterirler ve yöneticiler bu durumdan çok çekinirler. Kar her zaman kar payı dağıtımında baskın faktördür. İlave olarak, cari kar ile cari kar dağıtım oranı arasındaki ilişkinin kar payı değişim kararını belirleyen en önemli faktör olduğu belirtilmektedir. Her firmanın hedef kar dağıtım oranı ve ayarlama faktörünün hızı, yatırım fırsatlarını, işletme sermayesi gereksinimini ve fon akışını ve önceki tecrübeleri içerir. Kar dağıtım standartlar belirlendikten sonra şirketler bu standartlar ile yaşarlar ve finansal planlama , sermaye bütçelemesi faaliyetleri anılan standartlar ışığında yürütülür. Eğer yatırım imkanları çoksa ve yatırımlar kar payı dağıtım politikasına uygun olarak temettüler arttırıldıktan sonra kalan kaynaklarla finanse edilemiyorsa ; dış kaynak uygunluğu araştırılır. Eğer proje yapılabilir ise dış kaynak bulunur ve proje gerçekleştirilir; değilse vazgeçilir. Lintner vergi sonrası net karı çalışmalarında kullanmıştır.

Sonuç olarak, Lintner'in (1956) 600 adet halka açık firmada yaptığı çalışmada firmaların kar dağıtım politikaları ile ilgili önemli gözlemleri olmuştur. Bu gözlemlerden birincisi, temettülerin istikrarının mevcudiyetidir. Firmalar her üç ayda bir temettülerini belirlemezler. Bunun yerine önce mevcut oranda değişiklik yapıp yapılmayacağı dikkate alınır. Eğer temettülerin artırılması kararı verilirse ne kadar artırılacağı tartışılır. Yöneticiler piyasa oyuncularının istikrarlı temettü politikaları olan firmaların primli işlem göreceğine inanırlar. Gözlemlerden ikincisi, temettü oranının değişikliğinde en önemli faktörün kazanç olduğudur. Yöneticiler temettü ile ilgili kararlarının nedenlerini hissedarlarına açıklamak ihtiyacı hissederler ve bunu en kolay-gözlenebilir bir göstergeyi(kar) baz alarak yaparlar. Kar-kazanç bu göstergelerin en önemlisidir. Firmaların çoğunun hedef kar payı dağıtım oranının varlığı görünmektedir; eğer karda beklenmedik bir artış olduğunda , firmalar yavaş yavaş yeni duruma göre kar dağıtım oranını ayarladığı gözlemlenmiştir. Firmalar temettü oranını aşağıya çekmeye gönülsüzdürler. Yönetim ilk önce kar dağıtım politikasını tespit eder. Diğer

politikalar kar dağıtım politikasına göre şekillendirilir. Örneğin, yatırım fırsatı olduğunda ve iç kaynağın olmadığı durumda, dış finansmana başvurulur. Lintner aşağıdaki modelin kar dağıtım politikasının en önemli faktörlerini kapsadığını belirtmektedir.¹²⁵

Lintner modeline göre, kar dağıtımı (temettü) hedef kar dağıtım oranına ulaşmak için kısmi ayarlama (partial adjustment) sürecinin bir sonucudur. Temettüdeki değişme geçen senenin temettüsü ve karın sabit bir oranı olduğu varsayılan bu senenin hedef temettü ödeme seviyesi tarafından belirlenir.¹²⁶

$$D_{it}^* = \tau \Pi_{it}$$

$$\Delta D_{it} = \gamma + \alpha(\tau \Pi_{it} - D_{it-1}) + \varepsilon_{it}$$

veya

$$D_{it} = \gamma + \alpha \tau \Pi_{it} + (1 - \alpha) D_{it-1} + \varepsilon_{it}$$

D_{it}^* : i firmasının t senesindeki hedef kar dağıtım ödemesi

τ : hedef kar dağıtım oranıdır.

Π_{it} : cari net kardır.

ΔD_{it} : t-1 senesindeki temettü ödemesi ile t senesindeki temettü ödemesi arasındaki

değişim

γ : sabit katsayı

α : adjustment faktörü hızı (artan temettüyü yatırımcıya aktarma hızı)

D_{it-1} : önceki sene temettüsü

ε_{it} : hata faktörü

4.2. TÜRKİYE'DE BÜYÜK HİSSEDARIN AZINLIK HİSSEDARDAN MENFAAT SAĞLAMASINA YÖNELİK DENEYSEL ÇALIŞMA

Veri oluşturmak için 1985-2003 yılları arasında temettü ödeyen bütün firmalar İstanbul Menkul Kıymetler Borsası web sitesinden alınmıştır. Anılan 322 adet firmaya ait 3524 adet veriden bu dönemde sadece bir kez temettü ödeyen firmalara ait veriler, modelimiz

¹²⁵ Lintner, J. (1956), *Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings and Taxes*, American Economic Review, S. 46, ss. 97 – 113.

¹²⁶ Gugler K., B.Yurtoglu (2003), *Corporate Governance and Dividend Pay -Out Policy in Germany*, European Economic Review, S. 47, ss. 731-758.

temettü ödemelerinden karşılaştırma yapamayacağımız için çıkarılmıştır. Firmaların sene sonu kar rakamları yine aynı kaynaktan sağlanmıştır. Sonra, yetersiz bilgi sebebiyle bazı firmalar hesaplamalarımızdan çıkarılmıştır. Elimizde 1985-2003 yılları arasında 315 firmanın kar dağıtım oranı ve net karı 3400 vaka için mevcuttur.

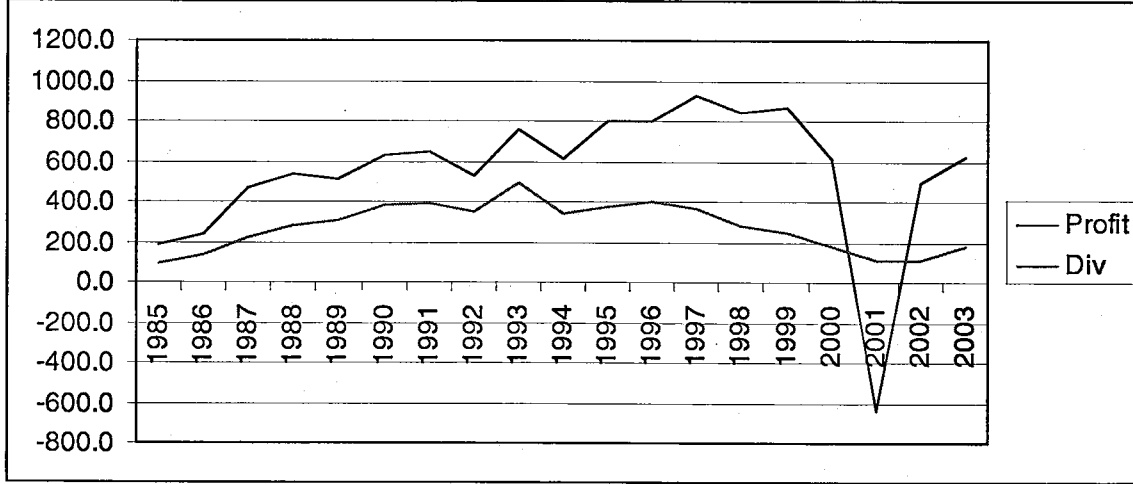
Descriptive Statistics For Real Variables (millions TL 1987 prices)

Year	N	Average		Max.		St. Dev	
		Profit	Div	Profit	Div	Profit	Div
1985	41	187.7	97.7	2157.2	735.9	37.6	13.3
1986	57	240.9	140.4	2206.1	1879.8	46.1	28.5
1987	62	470.4	221.3	3891.8	1768.7	84.0	33.2
1988	66	538.3	278.7	9890.2	3678.9	141.6	58.2
1989	94	511.6	306.4	10119.4	7327.9	139.7	87.4
1990	113	625.8	380.2	10956.3	7254.5	152.8	89.8
1991	125	645.2	388.3	13153.4	4897.2	209.8	82.2
1992	137	528.5	347.7	7362.8	4154.8	128.2	66.7
1993	162	756.8	493.2	13968.2	6783.5	205.7	102.3
1994	187	613.0	343.8	10255.3	5482.1	183.2	71.3
1995	210	803.2	375.4	20677.2	18252.9	230.3	143.8
1996	236	801.8	398.1	20136.3	11435.0	246.5	128.7
1997	256	926.0	368.9	26586.6	14800.3	299.7	134.2
1998	264	843.5	280.8	34664.3	14232.0	337.1	134.4
1999	298	871.2	246.6	38821.5	22248.0	401.8	150.6
2000	296	609.4	176.7	27219.8	17249.6	300.2	113.7
2001	299	-639.9	113.0	9502.9	7022.7	444.9	49.1
2002	298	496.5	109.9	37998.8	5172.7	289.7	40.2
2003	300	624.9	176.4	36924.2	9931.6	475.4	88.9

Descriptive Statistics For Nominal Variables (millions TL)

Year	N	Average		Max.		St. Dev	
		Profit	Div	Profit	Div	Profit	Div
1985	41	2808	1462	32270	11008	5624	1997
1986	57	3844	2240	35207	30000	7352	4545
1987	62	7977	3752	66001	29996	14247	5627
1988	66	14633	7576	268834	100000	38501	15830
1989	94	22848	13682	451914	327250	62375	39018
1990	113	41886	25449	733387	485600	102266	60106
1991	125	65874	39646	1342955	500000	214161	83945
1992	137	90315	59420	1258202	710000	219003	114043
1993	162	200813	130875	3706484	1800000	545780	271497
1994	187	357843	200712	5986281	3200000	1069560	416276
1995	210	882860	412619	22728801	20064000	2532013	1580144
1996	236	1514606	751986	38036213	21600000	4656829	2431721
1997	256	3128355	1246380	89817556	50000000	10126123	4532768
1998	264	4815499	1602921	197897724	81250000	19247531	7673519
1999	298	7144577	2022284	318386799	182462686	32949472	12353909
2000	296	7693223	2230398	343606000	217748323	37898633	14351562
2001	299	-12702567	2243412	188633258	139401932	88315011	9739378
2002	298	14392952	3185484	1101454000	149939887	83985152	11662699
2003	300	22416914	6327726	1324524000	356259659	170536273	31898623

Enflasyondan ötürü nominal değışkenlerde artan bir trend mevcuttur. Fakat reel değışkenlerde de piyasanın büyümesinden dolayı bir artış mevcuttur. Aşığıdaki grafikte seneler itibariyle ortalama kar ve temettü ödemeleri gözükmemektedir.



1994 ve 2001 yıllarındaki temettü ve kardaki düşüş krizlerden kaynaklanmaktadır. Fakat 2001 yılı krizi sonuçları daha ağır olmuştur. Temettü dağıtan 299 firmanın ortalama karı negatif olarak gerçekleşmiştir. Hatta bir önceki seneye göre %200 düşmüştür. Firmaların kardaki bu ciddi düşüşü hisse sahiplerine aynı ağırlıkta yansıtmada gönülsüz davrandığını göstermektedir. Kar %200 düştüğü ve negatif olduğu halde, bu düşüşün ancak bir kısmı temettü ödemesinde düşme olarak hissedarlara yansıtılmıştır.

Tahmin edilmiş model:

$$D_{it} = \beta_1 + \beta_2 \Pi_{it} + \beta_3 D_{it-1} + \epsilon_{it}$$

B1, B2 ve B3 hesaplandıktan sonra α ve τ aşğıdaki formül kullanılarak hesaplanmıştır.

$$\alpha = 1 - \beta_3 \text{ ve } \tau = \beta_2 / \alpha$$

τ ise hedef kar dağıtım oranını göstermekte olup, anahtar değışkendir.

Hipotezimizin gereğı karşılıklı ayırık firma gruplarının hedef kar dağıtım oranındaki farklılığı test etmek için bu firmalarla ilgili gölge değışkenlerle beraber Π_{it} ve D_{it-1} ilişkilendirilmiştir.

		values	significance
Majority			
$\alpha * \tau$		0.03351	*
$1 - \alpha$		0.68353	***
τ	0.10588		n/a
α	0.31648		n/a
Minority			
$\alpha * \tau$		0.07849	***
$1 - \alpha$		0.51949	**
τ	0.16335		n/a
α	0.48051		n/a
*, **, *** significant at the 10%, 5%, 1% level respectively (two tailed test).			

Eğer şirketin bir hissedarı %50 den büyük hisseye sahipse “büyük hissedar tarafından domine edilen şirket”(majority) değilse, “küçük hissedar tarafından domine edilen şirket”(minority) olarak tanımlanmıştır. Yukarıdaki tablodan görüldüğü üzere hedef kar dağıtım oranı bir büyük hissedarı(>50) olan şirketlerde($t = 0,10$) , bir büyük hissedarı olmayanlara ($t = 0,16$) göre daha düşüktür. Yine bir büyük hissedarı olmayan şirketlerde kısmi ayarlama faktörü (partial adjustment factor) hızı $\alpha = 0,48$ olup, bir büyük hissedarı olan firmalardan ($\alpha = 0,31$) daha yüksektir. Sonuç olarak, ortaklık yapısı yoğunlaştıkça kar dağıtım oranı ve kısmi ayarlama faktörü hızı düşmektedir. Diğer bir deyişle %50’den büyük tek hissedar olmayan firmalarda, hissedarlar daha çok ve hızlı kar dağıtımı için zorlamaları söz konusu olmaktadır.

GENEL DEĞERLENDİRME VE SONUÇ

Kurumsal yönetim sistemleri kontrol ve kontrolü elinde bulunduran hissedarın kimliğine göre ayırma tabi tutulmaktadır. Hisselerin çoğunluğunun ve kontrolün bir kişide toplanması yoğunlaşmış hisse sahipliği (concentrated ownership) insider sistem olarak tanımlanmaktadır. Çok sayıda hisse sahibi küçük küçük paylara sahipse yayılmış hisse sahipliği (dispersed ownership) outsider sistem olarak tanımlanmaktadır.

Amerika ve İngiltere’ de hakim olan yayılmış hisse sahipliğinin olumlu yönleri hisselerin likit olması, borsanın gelişmesi , sermaye maliyetinin düşmesi ve yatırımcıya daha çok imkan sunarak riski dağıtma fırsatı vermesidir.

Yayılmış hisse sahipliğinin olumsuz yönleri de mevcuttur. Şirket sahibi- kanuni temsilci (Principle-agent) modeline göre hisse sahibi olanların ve kontrolün farklı kişilerin elinde olması şirket performansını düşürebilir. Güçlü yönetici ve güçsüz hisse sahibi ortaya çıkar. Etkili kurumsal yönetim çerçevesi yönetimin insiyatifini sınırlayabilir. Bütün reformlar gözetimin zayıflığını iyileştirmeyi, yönetimin hesap verilebilirliğini artırmayı, yönetimin ve hisse sahibinin çıkarını orta noktada buluşturmayı hedefler.

Kıta Avrupası ve Türkiye’de hakim olan yoğunlaşmış hisse sahipliğinin olumlu yönleri şunlardır. Hisse sahiplerinin kontrolü ve kurumların performansı arasındaki ilişkinin işareti ve büyüklüğü sorusu, kuramsal ve deneysel olarak çok net olarak yanıtlanamıyor. Ancak, genelde kanıtlar, büyük hissedarların şirketlerde faal gözetimciler oldukları ve bunun kurumlar için faydalı etkiler getirdiği varsayımını destekliyor. Bu durum, büyük hissedarın bulunduğu şirketlerde, yönetici değiştirilme oranına ilişkin çalışmalarla da doğrulanıyor.

Firmanın faaliyet gösterdiği sanayi kolu, doğrudan izlemenin verimliliğini etkilemektedir. Diğer kontrol mekanizmaları (örneğin, devralmalar ve performansa dayalı ödeme sistemleri), bazı sanayilerde, örneğin hi tech endüstrilerde daha elverişli ve ucuz olabilirler.

Firmalar büyüdükçe ve olgunlaştıkça yönetim daha az gözetime tabi tutulmaktadır. Yani firmalar olgunlaştıkça firmanın performansını artırmak için kurumsal yönetim mekanizması daha önemli olmaktadır.

Şirket sahibinin kontrolü altındaki şirketin performansının yöneticinin kontrolü altındaki şirketin performansı ile karşılaştırırken piyasa rekabet durumu da önemli etken olmaktadır.

Firma, fiilen yöneticilerin kontrolündeysse ve serbest nakit akışı, örneğin tekelci güç nedeniyle yüksekse, kötü yönetim ihtimali daha yüksektir. Firma geliştikçe, kurumsal yönetim daha da önem kazanmaktadır. Kurumsal kontrol başarısızlıkları ve/veya kötü yatırım kararları, yatırım fırsatları bolsa ve (serbestse) nakit akışı düşükse, hatta negatifse muhtemel değildir. Ama firma büyüdüğü, olgunlaştıkça ve yaşlandıkça, yatırım fırsatları, mevcut nakit akışının gerisine düşmeye başlar. Bununla ilişkili olarak, öz sermaye paylarının muhtemel seyrelmesi ve dağılmasıyla, kurumsal yönetimin iyi şirket performansını güvencelemedeki rolü güçleşir. Kurumsal kontrol başarısızlıklarının, olgun firmalarda ve/veya oligopol/tekel ortamlarında görülmesi ihtimali çok daha yüksektir.

Kıta Avrupası ve Türkiye’de hakim olan yoğunlaşmış hisse sahipliğinin olumsuz yönleri de mevcuttur. Literatür, hakim büyük hissedarlar ve diğer hisse/pay sahipleri arasında potansiyel çıkar çatışmaları bulunduğunu genelde desteklemektedir. Güçlü çoğunluk hissedar ve zayıf yönetici ve azınlık hissedar ortaya çıkmaktadır. Hisse sahipliği yapısı ve ayrıca yatırımcının korunmasına ilişkin haklar bu çatışmanın muhtemel belirleyenleridir. Ana soru, büyük hissedarların, yönetimin etkin gözetimcisi olarak (bir kamu faydası sağlayarak) elde edecekleri faydaları artırmak için şirketler hukukunun ve yönetim kurallarının nasıl tasarlanması gerektiği ve aynı zamanda da, bunların, kontrol edenin aşırı özel faydalar çıkarmalarını önleyerek, küçük ve azınlık hissedarları şirket hisselerine yatırım yapmaya teşvik etmektir. Bir örnek olarak, oy hakkı getirmeyen hisseler, hem kontrolde kalmanın, hem de dış öz sermaye toplamının düşük maliyetli bir yolu olduğu halde hissedardan yararlanmaya yol açan bir yöntemdir. Bu nedenle, en iyi politika oy hakkı getirmeyen hisselerin çıkarılmasına kısıtlı olarak izin vermek, ama aynı zamanda da, küçük hissedardan yararlanma ortaya çıktığı takdirde adilane bir şekilde haklarını tazmin edilebilmeleri için azınlık hissedarlara etkin adli araçlar ve yetkiler vermektir. Bir yasal tazmin hakkı olarak, ABD’de olduğu gibi azınlık hissedarların toplu davalar açabilmelerine olanak sağlanabilir. Temettü dağıtmak zorunlu olabilir.

Benzer şekilde, yüksek muhasebe standartları, menkul kıymet piyasalarına yatırımda kendilerini rahat hissetmeleri için küçük hissedarlara gerekli şeffaflığı sağlayabilir. Piramit gruplara, hisse sahipliği yapısı ve oy hakları için beyan zorunlu hale getirilmeli ve uygulama katı olmalıdır. Bazı Avrupa ülkelerindeki son dönem kanun değişiklikleri, azınlık hissedarları güçlendirmeye ve korumaya doğru yönelmektedir. Düşük likidite ve yüksek sermaye maliyeti diğer olumsuz hususlardır.

İş sahipleri ve akademisyenler arasında global fonlamanın tek tip kurumsal yönetim sistemine yol açıp açmayacağına yönelik tartışmalar devam etmektedir. Kurumsal yönetim sistemleri dünyada ülkeden ülkeye, hukuki gelişmişliğe, sermaye piyasalarının büyüklüğüne, ortaklık yapısına, firmanın büyüklüğü ve faaliyet konusuna, rekabet koşullarına, yönetim kurulu yapısına, muhasebe standartlarına göre değişiklik göstermektedir. Bazı az gelişmiş ülkelerde hiç kurumsal yönetim yokken, OECD ülkelerindeki uygulamalar da birbirinden farklılıklar göstermektedir. Genel kabul gören görüş her ekonominin ihtiyacının farklı olduğu ve o ekonomiye özgü kurumsal yönetim kurallarının geliştirilmesidir.

Mülkiyetin ve kontrolün ayrımı (yayılmış hisse sahipliği) söz konusu olduğunda yöneticilerin uygulamada hissedarların çıkarlarını gözetmediği görüşü yaygındır. Bunun yerine yöneticiler kendi çıkarlarını gözetirler ve bunun sonucunda ise israf ve verimsizlik oluşur. Hissedarların yasal hakları ve yöneticilerin fiilen uyguladıkları kontrol arasındaki tezatlık kurumsal yönetimde kanuni temsilcilik yaklaşımının gelişmesine yol açmıştır. Kurumsal yönetiminin kanuni temsilcilik teorisi şu soru üzerinde odaklanmaktadır: "Hissedarlar, yöneticilerin hissedarların çıkarlarını gözetmesini nasıl sağlayabilirler"? Ana sorun olan hissedarların yöneticileri kendi çıkarlarını gözetmelerini nasıl sağlayabilecekleri konusunda literatürde çeşitli cevaplar verilmiştir. Bu yönetim mekanizmalarının en önemlileri şunlardır: Yönetim kurulu ,yöneticilerin ücretleri, piyasa kontrolü, hisselerin az elde toplanması ve finansal kurumlar tarafından gözetim ve borç (Kredi)'tur.

Ülkeler arasında yönetim kurulu yapısı çok farklılık göstermektedir. One-tier(tek kademeli) yönetim kurulu ile two-tier (iki kademeli) yönetim kurulu yapısı arasındaki farklılıkları ortaya koymak gerekir. Tek kademeli yönetim kurulunda icraatın içinden gelen direktörler ile icracı olmayan direktörler beraber yönetim kurulunu oluştururlar. Tek kademeli yapıda yöneticiler çift görev yaparlar; direktör olarak yönetim kurulu işleri ile uğraşırlar diğer taraftan direktörler yönetim kararlarının günlük uygulamalarından sorumludurlar. İki kademeli yönetim kurulu sisteminde, üst kurul icracı olmayan veya dışardan gelen direktörlerden oluşur. Esas görevi gözetim ve kontroldur. Ayrıca stratejik tavsiye verirler. Bu kurul gözetim kurulu (supervisory board) olarak adlandırılır. İşin uygulamasından / yürütülmesinden sorumlu olan direktörlerden oluşan kurula yöneticiler kurulu (management board) olarak adlandırılır. Hemen hemen bütün kurumsal yönetim raporları yeterli sayıda icracı olmayan / dışardan , günlük işin içinde ve şirket yönetiminde bulunmayan ve hissedarlardan bağımsız gerçek direktörlerin önemini vurgulamaktadır. Bağımsızlık bir çok yönetim hastalığına çare olarak görülmektedir. Örneğin, çıkar çatışması ve güçlü kişilerin gücünü zayıf olanın aleyhine kullanmasını önlemesi gibi.Yönetim kurullarının yapıları

ülkelere göre farklı olsa da , mevcut kanıtlar bunların yöneticileri disiplin altına almada etkisiz olduğunu göstermektedir. Ayrıca, Japonya da yapılan bir çalışmada bağımsız yönetim kurulu üyelerinin üst yönetim değişikliklerini ve hisse fiyatlarındaki performansı etkilemediği belirtilmektedir.

Yöneticilerin hissedarların çıkarlarını gözetmede diğer bir yöntem de ücretlerin uygun şekilde yapılanmasıdır. Yatırımcıların bilgi toplama isteklerinin olduğu anda ve borsada senet fiyatlarının bunu kısmen yansıttığı durumda, yöneticilerin ücretlerinin şirket hisse fiyatlarına bağlı olduğu teşvikler sağlanabilir. Örnek olarak hisselerin doğrudan mülkiyeti, hisse opsiyonları ve hisse fiyatlarına bağlı ikramiyeler verilebilir. Hisse fiyatlarının firmanın gelecekte beklenen karlılığı ile ilgili yeterli bilgiyi içermesi halinde, teorik olarak, yöneticilerin hissedarların varlıklarını maksimize edecek otomatik teşvik sistemleri oluşturulabilir. Yöneticileri motive etmek için tek kullanılacak araç muhtemel hisse fiyatları değildir. Muhasebe bazlı performans ölçümleri de sık sık kullanılmaktadır. Hisse fiyatının avantajı yönetim tarafından muhasebe verileri kadar kolay oynanabilinmemesidir. Hisse opsiyonu haricinde, yönetici ödemeleri(maaş ,ikramiye vb) ile şirket performansı arasındaki duyarlılığın son derece düşük olduğu belgelendirilmiştir. Duyarlılığı artıran faktörler ödeme olarak yöneticilere hisse senedi ve hisse opsiyonu verilmesidir. Yönetici ödemeleri ile şirketin büyüklüğü ve büyüklüğündeki değişim arasında daha belirgin bir ilişki mevcuttur. Yönetim kurulu başkanı karlılıktan çok satışı artırıcı yönde davranmaktadır. Yönetici ödemesi ve performans elastikiyeti ortaklık yapısı yoğunlaştıkça düşmektedir. Performansa dayalı ödeme sektörlerdeki risk düştükçe azalmaktadır. Yönetici ücretleri belirleme komitesinin geliri düşük yöneticilerin gelirini artırdığını fakat geliri yüksek olan yöneticilerin gelirini azaltmadığı kanıtlanmıştır. Yani bağımsız komitenin ödeme – performans ilişkisini artırma yönünde çabası görülememiştir. Bu da yönetim kurulunun hisse sahibi yerine yöneticinin yanında yer aldığını göstermektedir. Hissedarların ödeme paketini genel kurulda belirlemesinde yarar görülmektedir.

Piyasa kontrol mekanizmasının (rekabetin) en iyi kontrol sistemi olduğu savunulabilir. Piyasa gözetim görevini yönetim kurulu üyelerinden daha iyi gerçekleştirebilir. Derin ve etkin çalışan mali piyasaların olduğu ülkelerde eğer bir şirketin performansı düşük ve hisse sahibinin varlığını maksimize edemiyorsa, anılan şirket başka bir şirket tarafından satın alınabilir ve yönetim kadrosu değiştirilebilir. Hasmane alımlar ABD ve İngiltere’de ciddi bir hacim oluştururken Japonya, Fransa ve Almanya’da çok ender karşılaşılmaktadır. Hasmane alımların değer yaratıp yaratmadığı hususundaki kanıtlar muğlaktır. Yapılan deneysel çalışmalar daha çok, hasmane satın almaların hisse satan pay sahibine yarar sağladığı, hisse

satın alan pay sahibine ne yarar ne zarar sağladığı, verimlilik artışına katkısının düşük olduğu, yaratılan değerin düşük olduğu, faturayı genelde işçilerin ödediği ve piyasa payı arttığından dolayı tüketicinin kaybedeceği yönünde kanıtlar ortaya koymaktadır.

Hisselerin az elde toplanmasının yararları ve zararlı yönleri daha önce ele alındığından, finansal kurumlar tarafından yönetimin kurumsal yönetim mekanizması olarak değerlendirilecektir. Almanya ve Japonya'da bankalar şirketlerin gözetiminde önemli rol almaktadırlar. Finansal kurumların etkinliği de muğlaktır. Ancak, bu tür mekanizmanın etkinliği konusunda deneysel düzeydeki kanıt bir firma finansal sıkıntı yaşadığı zaman ana bankası müdahale etmekte ve firma bir banka ile bağlantısı olmayan benzer durumdaki firmalardan daha başarılı olduğu yönündedir. Bunun dışında bankanın işin içinde olmasından ötürü pozitif etki konusunda kanıtlar çok azdır.

Kurumsal yönetim üzerinde literatürün bir başka odak noktası temsilcilik sorununun üstesinden gelmek için borç finansmanın kullanımı olmuştur. Bu argümana göre firmayı kazancının büyük miktarını borç faizi olarak ödemeye zorlayarak, yöneticilerin işe daha fazla bağlanmasını sağlamakta ve hissedarların parasını çarçur etmeleri önlenmektedir. Deneysel olarak sorun en yaygın finansman şeklinin alı konulmuş karlar olmasıdır. Borç nispeten az kullanılmaktadır. Çoğu şirket faiz ödemelerini karşılamakta çok az zorluk çekmektedir.

Dış kontrol olmaması durumunda dışarıdaki finansörlerin firmalara fon sağlamada tereddüt etmelerine neden olduğunu, bunun da eksik yatırıma neden olduğu belirtilmektedir. Firmalar kendi kontrollerinin bağımsızlığını muhafaza edebilecek mekanizmayı oluşturabilseler bile dış kontrole (örneğin bankanın şirketi gözetmesi gibi) sıcak bakmamaktadır. Yapılan çalışmalarda bu görüşü destekler nitelikte kanıtlar sağlamaktadır.

Yeni yatırımlar önce alı konulmuş karlar ile , sonra kredilerle ve son olarak yeni hisse çıkararak finanse edilir. İç fonlar bütün kârlı yatırım olanaklarını tüketmediği için, eksik/yetersiz yatırım ortaya çıkar. Yöneticilerin dışarıdaki finansörlere kontrol haklarını aktarmaları hususundaki yetersizlik veya isteksizlikleri yatırımlara akan fonları kısıtlamaktadır.

Gelişen ve gelişmiş ülkeleri kapsayan ülkeler arası analizler finansal gelişme(borsa ve bankacılık sektörü) ve ekonomik büyüme arasında güçlü ilişkiler olduğunu göstermektedir.

Finansal sistemin yapısı yatırımın şeklini önemli ölçüde etkilemektedir. Çok sayıda küçük bankaların olduğu bir ekonomide daha fazla kısa vadeli projelere sahip sanayilerin gelişeceği belirtilmektedir. Daha uzun vadeli yatırım projelerine sahip sanayilerin de birkaç büyük bankanın hakim olduğu ekonomilerde daha çabuk gelişeceği vurgulanmaktadır. Projenin getirisi konusunda belirsizlik olduğu yerde (kötü projelerin oranı yüksekse) , çok

bankalı sistemler az sayıda bankalı sistemden daha fazla yatırım yaptıkları belirtilmektedir. Belirsizliğin düşük olduğu yerde, az bankalı sistem daha fazla bilgiye sahip olduklarından yatırıma daha fazla katkıda bulunurlar. Çok bankalı sistemin yüksek riskli AR-GE yatırımlarını ve tek bankalı sistemin riski az, taklit yatırımları geliştirdiği belirtilmektedir. Sermaye piyasası odaklı finansal ve yaygın hisse mülkiyetinin bulunduğu sistemlerin yüksek-riskli AR-GE türü faaliyetler ile bağlantılı olduğu belirtilmektedir. Banka odaklı ve yoğun hisse mülkiyetin olduğu sistemler, menfaat sahiplerine taahhüt gerektiren daha çok taklitçi-kopya nitelikli, daha uzun vadeli yatırımlarla bağlantılı olması gerektiği belirtilmektedir.

Tez konumuza (ortaklık yapısı ve kar dağıtım politikası bakımından kurumsal yönetim) alt yapı oluşturmak amacıyla kar dağıtım politikası ile ilgili temel bilgilerin aktarılmasında yarar görülmektedir.

Yönetim, kar dağıtım politikalarını belirlerken aşağıdaki hususları göz önünde bulundurur.

i- Simetrik bilgi, tüm tarafların(firmalar dahil) aynı bilgi setine sahip oldukları anlamına gelir. Oysa, gerçek hayatta bu mümkün değildir. Şirketin yöneticileri şirketin bugünkü ve gelecekteki durumu hakkında şirketin dışında olanlara göre daha çok bilgiye sahiptir. Temettüler firmanın değeri hakkında şirketin dışında olanlara bazı bilgiler iletebilir. İlave olarak, yöneticiler temettüyü kasten piyasa oyuncularının firmanın değeri hakkındaki algılamalarını değiştirmek için kullanabilir. Bu şekilde firmanın değeri kar dağıtım politikasından ötürü etkilenebilir. Temettünün iyi bilgi içerdiği gibi kötü bir bilgiyi içermesi de söz konusu olabilir.

ii- Tam sözleşme olanağının olması yöneticiler ve hisse sahipleri arasında kanuni temsilcilik problemlerinin olmaması anlamına gelmektedir. Yani yöneticinin ve hisse sahibinin çıkarları sözleşme ile aynı noktada buluşmuştur. Oysa gerçek hayatta bu mümkün değildir. Yöneticinin hisse sahibinin çıkarına uygun hareket etmesi temettü yoluyla sağlanabilir. Yüksek kar dağıtım oranı, yönetimin firmanın kaynaklarını kullanırken daha disiplinli olmasını sağlayarak firmanın değerini yükseltir.

Temettülerdeki bir yükseliş, genellikle şirketin iyiye gideceği sinyalini verirken, bir azalış ise, şirketin kötüye gideceğini ima eder. Bu teoriler, şirketlerin kazançlarının bu kadar çoğunu neden temettü olarak dağıttıklarını açıklayabilir.

Bilgi/sinyal verme hipotezi, üç önemli varsayımı içermektedir:

- (i) Temettü değişiklikleri ile izleyen dönemin kazançları aynı yönde gerçekleşmesi gerekir.
- (ii) Beklenmeyen temettü değişikliklerine aynı yöndeki hisse senedi fiyat değişikliklerinin eşlik etmesi gerekir.
- (iii) Temettülerdeki beklenmeyen değişiklikleri, piyasanın gelecekteki kazançlara ilişkin beklentilerinde temettü değişikliğiyle aynı yönde revizyonların izlemesi gerekir.

Deneysel bulgular birinci koşul hakkında farklı sonuçlar ortaya koyarken, ikinci ve üçüncü koşullar hakkında genelde teoriyle uygun sonuçlar ortaya koymaktadır. Fiyat tepkisi, temettü artış ve azalışları için simetrik değildir. Piyasa tepkisi temettü azalışlarına temettü artışlarına göre daha sert gerçekleşmektedir.

Türk hukuk sisteminde kurumsal yönetim düzenlemelerinin kaynağını, Türk Ticaret Kanunu (TTK 1956), Sermaye Piyasası Kanunu (SPK 1981 halka açık şirketlere uygulanmaktadır) ve İstanbul Menkul Kıymetler Borsası (İMKB) ile SPK' nın çıkardığı düzenlemeler oluşturmaktadır. Bankacılık ve sigortacılık gibi sektörler ile ilgili özel kurallar mevcuttur. İlave olarak, Türk hukukunda doktrin ve içtihatlar zorunlu kurumsal yönetim kural ve standartlarının kaynağı oluşturur.

SPK halka açık şirketlerde kurumsal yönetim standartlarını yukarı çekmek amacıyla kurumsal yönetim ilkelerini Temmuz 2003'te yayınladı. Bu ilkelerin temelini OECD kurumsal yönetim ilkeleri(1999) ve dünyadaki hesap verilebilirlik, bütünlük, şeffaflık gibi hususları içeren genel kabul görmüş kurumsal yönetim standartları oluşturmaktadır. SPK Kurumsal yönetim ilkeleri pay sahipleri hakları , kamunun aydınlatılması ve şeffaflık, menfaat sahipleri ilişkileri ve yönetim kurulu yapılandırılması ile fonksiyonu olmak üzere dört ana bölümden oluşmaktadır. SPK ilkeleri “en iyi uygulama” prensipleri olarak geliştirilmiştir. SPK ilkelerinin hukuki bağlayıcılığı bulunmamakta ve “uygula, uygulamıyorsan açıkla” metodu benimsenmiştir. Halka açık şirketlerin bu ilkeleri uygulamaları ve eğer uygulamıyorlarsa neden uygulamadıkları hakkında yıllık faaliyet raporlarında yatırımcıları bilgilendirmeleri gerekmektedir. Ancak, zaman içinde uygulanması ihtiyari ilkeler halka açık firmalar için bir kanun haline dönüşmesi halinde kurumsal yönetim Türkiye’ de hak ettiği öneme sahip olacaktır.

Şeffaflık hususuna bütün olarak bakıldığında şirketler genelde kanunen zorunlu olan bilgilendirmenin ötesinde kamuyu aydınlatmadıkları sonucu ortaya çıkmaktadır (birkaç büyük, likit firmanın UMS nı gönüllü olarak benimsemesi dışında).

Türk kurumsal yönetim sistemi değerlendirilirken ülkenin en zengin aileleri olduğu bir “insider=içerdekiler sistemi” olarak tanımlanmaktadır. Hisse sahipliği yüksek oranda yoğunlaşmıştır ve piramit yapılar, çapraz hisse sahipliği ve farklılaşmış oy haklarıyla yürütülmektedir. Küçük hissedarların yetersiz korunması, büyük ve küçük hissedarlar arasındaki çatışmayı Türkiye’de önemli bir sorun haline getirmektedir. Düşük kar payları dağıtımı bunun kanıtlarını sağlıyor. Düşük likidite, yüksek sermaye maliyeti ve çoğunluk hisse sahiplerinin azınlık hisse sahiplerinden çıkar sağlaması belli başlı dezavantajlardır. Türkiye’de hisse yoğunluğu arttıkça kar dağıtım oranı azalıp azalmadığı ampirik çalışmamızın temasını oluşturmaktadır. Hipotezimiz şirketlerde hisseler belli kişilerin elinde toplandıkça daha az temettü dağıtılacağıdır. Çünkü hisse yoğunlaşması sözkonusu olduğunda büyük hissedar küçük hissedarların aleyhine bazı kazanımlar elde ederler. Büyük hissedar kontrol gücünü kullanıp kar dağıtmayarak küçük hissedarlardan menfaat sağlar. Çıkar çatışması büyük hissedar(lar) ve küçük hissedarlar arasındadır. Senaryoda, firmada bir kişinin/firmanın hissesi %50 den büyükse “ büyük hissedar” tarafından domine edilen şirket olarak tanımlanmıştır. Bir firmada bir kişinin/firmanın hissesi %50 den küçükse “küçük hissedar tarafından domine edilen şirket olarak tanımlanmıştır. Lintner modeli kullanılarak kar dağıtım oranları hesaplanmıştır.

Hedef kar dağıtım oranı bir büyük hissedarı(>50) olan şirketlerde($t = 0,10$) , bir büyük hissedarı olmayanlara ($t= 0,16$)göre daha düşüktür. Yine bir büyük hissedarı olmayan şirketlerde kısmi ayarlama faktörü (partial adjustment factor) hızı $\alpha=0,48$ olup, bir büyük hissedarı olan firmalardan ($\alpha = 0,31$) daha yüksektir.

Sonuç olarak, ortaklık yapısı yoğunlaştıkça kar dağıtım oranı ve kısmi ayarlama faktörü hızı düşmektedir. Diğer bir deyişle %50 den büyük tek hissedar olmayan firmalarda , azınlık hissedarların daha çok ve hızlı kar dağıtımı için zorlamaları söz konusu olmaktadır. 2001 krizinde firmaların karındaki bu ciddi düşüşü hisse sahiplerine aynı ağırlıkta yansıtmada gönülsüz davrandığını göstermektedir. Kar %200 düştüğü ve negatif olduğu halde, bu düşüşün ancak bir kısmı temettü ödemesinde düşme olarak hissedarlara yansıtılmıştır. Diğer bir deyişle teoriyle uyumlu olarak firmalar olumsuz tepki ile karşılaşmamak için temettü düşürmede isteksiz davranmaktadır.

Azınlık hissedarları güçlendirmeye ve korumaya yönelik hukuki alt yapının oluşturulması yoğunlaşmış hisse sahipliği sisteminde son derece önem arz etmektedir. Oy hakkı içermeyen hisselerin çıkarılmasına kısıtlı olarak izin vermek, azınlık hissedarlara toplu dava açma olanağı sağlamak ve temettü dağıtmayı zorunlu tutmak azınlık hissedarları güçlendirmek için atılabilecek adımlar arasında sayılabilir. Yüksek muhasebe standartları

menkul kıymet piyasalarına yatırımda kendilerini rahat hissetmeleri için azınlık hissedarlara gerekli şeffaflığı sağlayabilir.



EK:

SERMAYE PİYASASI KURULU KURUMSAL YÖNETİM İLKELERİ

BÖLÜM I- PAY SAHİPLERİ

1-) PAY SAHİPLİĞİ HAKLARININ KULLANIMININ KOLAYLAŞTIRILMASI

Ülkemiz açısından konuya bakıldığında, pay sahiplerinin haklarını kullanmakta etkin olamadıkları, şirket yönetimi ile yeterli iletişim ve etkileşim içinde bulunamadıkları genel olarak kabul edilmekte, pay sahiplerinin hakları ile ilgili düzenlemelerde çeşitli eksiklikler olduğu hususunda da görüş birliği bulunmaktadır. Bu ilkeleri benimseyecek şirketlerin esas sözleşme ve iç düzenlemelerinde pay sahiplerinin haklarını geliştirecek ve koruma altına alacak hükümlere yer vermeleri önerilmiştir.

1-1) Pay sahipliği haklarının kullanılmasında mevzuata, esas sözleşmeye ve diğer şirket içi düzenlemeler uyulur ve bu haklarının kullanılmasını sağlayacak önlemler alır.

2-) BİLGİ ALMA VE İNCELEME HAKKI

2-1) Bilgi alma ve inceleme hakkının kullanımında, pay sahipleri arasında ayrım yapılmaz.

2-2) Pay sahiplerinin bilgi alma haklarının genişletilmesi amacına yönelik olarak, hakların kullanımını etkileyebilecek her türlü bilgi güncel olarak elektronik ortamda pay sahiplerinin kullanımına sunulur.

3-) GENEL KURULA KATILIM HAKKI

3-1) Gerçek pay sahiplerinin genel kurula katılımını teminen, genel kurul toplantısından makul bir süre öncesine kadar, pay sahiplerine ilişkin kayıtların tutulması ve saklanması konusunda faaliyet gösteren kuruluşların kayıtları da dikkate alınarak, nama yazılı hisse senedi sahibi pay sahipleri, pay defterine kaydedilir.

3-2) Genel kurul toplantısı için davet usulü, içeriği ve zamanlaması, pay sahiplerinin toplantı gündem maddeleri hakkında yeterince bilgilendirilmesini sağlar ve hazırlık yapma imkanı verir.

Yönetim kurulu gündem maddeleri ile ilgili olarak bilgilendirme dokümanı hazırlar ve bunu kamuya duyurur.

3-3) Genel kurulun toplanma usulü, pay sahiplerinin katılımını en üst seviyede sağlar.

3-4) Genel kurul toplantısında, gündemde yer alan konular tarafsız ve ayrıntılı bir şekilde açık ve anlaşılabilir bir yöntemle aktarılır; pay sahiplerine eşit şartlar altında düşüncelerini açıklama ve soru sorma imkanı verilir ve sağlıklı bir tartışma ortamı yaratılır.

3-5) Şirketin sermaye ve yönetim yapısı ile malvarlığında değişiklik meydana getiren bölünme ve hisse değişimi, önemli tutardaki maddi/maddi olmayan varlık alım-satımı , kiralanması veya kiraya verilmesi veya bağış ve yardımda bulunulması ile üçüncü kişiler lehine kefalet, ipotek gibi teminat verilmesine ilişkin kararların genel kurulda alınması yönünde esas sözleşmeye hüküm konularak pay sahiplerinin genel kurulda bu tür kararlara katılmaları sağlanır.

4-) OY HAKKI

4-1) Oy hakkı vazgeçilmez nitelikte bir hak olup, esas sözleşme ile kaldırılamaz ve oy hakkının özüne dokunulamaz.

4-2) Oy hakkının kullanılmasını zorlaştıracı uygulamalardan kaçınılır.Sınır ötesi de dahil olmak üzere her pay sahibine oy hakkını en kolay ve uygun şekilde kullanma fırsatı sağlanır.

4-3) Pay sahibinin genel kurulda kullanabileceği oy sayısına üst sınır getirilemez.

4-4) Oy hakkı, payın iktisap edilmesi anında doğar, oy hakkının iktisap tarihinden itibaren belli bir süre sonra kullanılmasını öngörecektir şekilde düzenleme yapılamaz.

4-5) Oy hakkına imtiyaz tanınmasından kaçınılır.

4-6) Pay sahibi olmayan kişinin temsilci olarak vekaleten oy kullanmasını engelleyen hükümlere esas sözleşmede yer verilmez.

4-7) Karşılıklı iştirak ilişkisi , beraberinde bir hakimiyet ilişkisini de getiriyorsa, karşılıklı iştirak ilişkisinde bulunan şirketler, nisap oluşturmak gibi, çok zaruri durumlar ortaya çıkmadıkça, karşılıklı iştirak ilişkisi içerisinde bulundukları şirketin genel kurullarında oy haklarını kullanmaktan kaçınırlar ve bu durumu kamuya açıklarlar.

4-8) Mevzuat ve esas sözleşmede yer alan özel hükümler saklı kalmak üzere genel kurul toplantısında oylama açık ve el kaldırmak olmak suretiyle yapılır. Pay sahiplerinin talep etmesi halinde oylamanın şekli genel kurul tarafından belirlenir.

4-9) Oy kullanma prosedürü toplantıdan önce ve toplantı başlangıcında pay sahiplerine duyurulur.

5)AZINLIK HAKLARI

5-1) Azınlık haklarının kullandırılmasında azami özen gösterilir.

6) KAR PAYI HAKKI

6-1) Yönetim kurulu üyeleri ve yöneticiler, mevzuatta tanımlanan örtülü ve muvazaalı işlemler yapmak suretiyle karı azaltamaz.

6-2) Şirketin belirli ve tutarlı bir kar dağıtım politikası olur ve kamuya açıklanır.Bu politika genel kurul toplantısında pay sahiplerinin bilgisine sunulur ve faaliyet raporunda, izahname ve sirkülerlerde yer alır.

6-3) Yönetim kurulunun genel kurula karın dağıtılmamasını teklif etmesi halinde, bunun nedenleri ile karın kullanım şekline ilişkin bilgi ayrıca pay sahiplerine sunulur ve faaliyet raporunda, izahname ve sirkülerlerde yer alır.

6-4) Kar dağıtımı mevzuatta öngörülen süreler içerisinde , genel kurul toplantısını takiben en kısa sürede yapılır.

6-5) Kar payı avansı kararı alınmasında ve uygulamasında azami özen gösterilir.

7-) PAYLARIN DEVRİ

7-1) Pay sahiplerinin paylarını serbestçe devretmesini zorlaştıracı uygulamalardan kaçınılır. Esas sözleşmede pay devrini zorlaştıracı düzenlemelere yer verilmez.

8-) PAY SAHİPLERİNE EŞİT İŞLEM İLKESİ

8-1) Azınlık ve yabancı pay sahipleri dahil, tüm pay sahiplerine eşit muamele edilir.

8-2) Yönetim kurulu üyeleri ve yöneticiler ile yönetim kontrolünü elinde bulunduran pay sahipleri yada imtiyazlı bir şekilde çeşitli bilgilere ulaşma imkanı olan kimseler kendileri adına şirketin faaliyet konusu kapsamında yaptıkları işlemleri kamuya açıklarlar.

BÖLÜM II - KAMUYU AYDINLATMA VE ŞEFFAFLIK

Kamuyu aydınlatma ve şeffaflık ilkesi, pay ve menfaat sahiplerine, şirketin hak ve yararlarını da gözetecek bir şekilde zamanında, doğru, eksiksiz, anlaşılabilir, analiz edilebilir, düşük maliyetle kolay erişilebilir bilgilerin sunulmasını amaçlar. Kamuya açıklanan şirket bilgilerinin de ticari sır kapsamında olmaması ve şirketin rekabet gücünü engelleyerek zararına neden olabilecek sonuçlar doğurmaması önem taşır.

1-) KAMUYU AYDINLATMA ESASLARI VE ARAÇLARI

1-1) Kamuya açıklanacak bilgiler, açıklamadan yararlanacak kişi ve kuruluşların karar vermelerine yardımcı olacak şekilde zamanında, doğru, eksiksiz, anlaşılabilir, yorumlanabilir, düşük maliyetle kolay erişilebilir ve eşit bir biçimde kamunun kullanımına sunulur.

1-2) Kamunun aydınlatılması ile ilgili olarak bir bilgilendirme politikası oluşturulur ve kamuya açıklanır.

1-3) Şirketin sermaye piyasası araçlarının değerine etki etme ihtimali bulunan gelişmeler mevzuat ile belirlenen süre içerisinde zaman geçirmeksizin kamuya duyurulur.

1-4) Şirketin finansal durumunda ve/veya faaliyetlerinde önemli bir değişiklik olması halinde veya yakın bir gelecekte önemli bir değişikliğin ortaya çıkmasının beklendiği durumlarda ilgili düzenlemelerde yer alan hükümler saklı kalmak kaydıyla kamuoyu bilgilendirilir.

1-5) Şirketin kamuya yapmış olduğu açıklamalar ile ilgili olarak sonradan ortaya çıkan değişiklikler ve gelişmeler sürekli olarak güncellenerek kamuya duyurulur.

1-6) Yönetim kurulunun bu ilkelere yer alan prensiplerin uygulanıp uygulanmadığını, uygulanmıyor ise gerekçesini ve bu prensiplere tam olarak uymama dolayısıyla meydana gelen çıkar çatışmalarına ilişkin bilgileri içeren tek taraflı irade beyanına ve varsa buna ilişkin uyum raporuna, yıllık faaliyet raporunda yer verilir ve kamuya açıklanır.

1-7) Kar payı dağıtım politikası faaliyet raporunda yer alır ve bilgilendirme politikası çerçevesinde kamuya açıklanır.

1-8) Oluşturulan etik kuralları bilgilendirme politikası çerçevesinde kamuya açıklanır.

1-9) Sermaye piyasası araçları yabancı borsalarda kote olan şirket, yurt dışında açıklamakla zorunlu tutulduğu bilgileri yurt içinde bir zorunluluk bulunmayan hallerde dahi, bu bilgilerin anlaşılmasını kolaylaştırıcı bilgilendirme notu ile birlikte, yurt dışı borsalar ile eş zamanlı olarak yurt içinde de kamuya açıklar.

1-10) Proforma mali tablolar ve raporlar dahil, kamuya yapılacak açıklamalarda yer alan geleceğe yönelik bilgiler, tahminlerin dayandığı gerekçeler ve istatistiki veriler ile birlikte açıklanır. Bilgiler, dayanağı olmayan abartılı öngörüler içermez, yanıltıcı olamaz ve şirketin finansal durumu ve faaliyet sonuçları ile ilişkilendirilir.

1-11) Kamunun aydınlatılmasında, şirkete ait internet sitesi aktif olarak kullanılır.

2-) ŞİRKET İLE PAY SAHİPLERİ, YÖNETİM KURULU ÜYELERİ VE YÖNETİCİLER ARASINDAKİ İLİŞKİLERİN KAMUYA AÇIKLANMASI

2-1) Mevzuat hükümleri saklı kalmak şartıyla, bir kişi veya grubun şirket sermayesinde veya oy haklarındaki payının şirketin sermayesinin veya oy haklarının %5, %10, %25, %33, %50

ve %66.67 ulaşması, aşması veya bu oranların altına inmesi durumları şirket tarafından öğrenildiği anda zaman geçirmeksizin kamuya açıklanır.

2-2) Şirketin gerçek kişi nihai hakim pay sahibi/sahipleri dolaylı ve karşılıklı iştirak ilişkilerinden arındırılmak sureti ile kamuya açıklanır. Şirketin ortaklık yapısı sadece gerçek kişi pay sahiplerinin isimlerinin , pay miktarı ve oranları ile hangi grup paya sahip olduklarına ilişkin bilgilerin yer aldığı bir tablo haline getirilir ve bu tabloya faaliyet raporunda ve mali tablo dip notlarında yer verilir.

2-3) Yönetim kurulu üyeleri, yöneticiler ve sermayenin doğrudan yada dolaylı olarak %5 ine sahip olan pay sahipleri, şirketin sermaye piyasası araçları üzerinde yapmış oldukları işlemleri kamuya açıklar.

2-4) Şirketin yönetim kurulu üyeleri, yöneticiler ve şirket sermayesinin doğrudan yada dolaylı olarak en az %5 ine sahip olan pay sahipleri; pay sahibi olduğu grup şirketleri ile grup şirketi olmamakla beraber, şirketin önemli miktarda ticari ilişki içerisinde bulunduğu şirketlerin sermaye piyasası araçlarında gerçekleştirdikleri alım ve satım işlemlerini derhal kamuya açıklar.

2-5) Şirketin yönetim kurulu üyeleri, yöneticiler ve şirket sermayesinin doğrudan yada dolaylı olarak en az %5 ine sahip olan pay sahiplerinin, sermayesinin %5 inden fazlasına sahip olduğu veya bu orana bağlı kalmaksızın, yönetim kontrolünü elinde bulundurduğu veya yönetiminde etkisinin olduğu şirketlerle şirket arasındaki ticari ve ticari olamayan iş ve işlemler kamuya açıklanır.

2-6) Pay sahipleri, şirket yönetiminde etkinlik sağlamak için oy sözleşmeleri yapabilirler. Şirket bu amaçla imzalanmış oy sözleşmelerinin varlığının öğrenilmesi durumunda konu hakkındaki bilgileri derhal kamuya açıklar.

3-) KAMUNUN AYDINLATILMASINDA PERİYODİK MALİ TABLOLAR VE RAPORLAR

3-1) Periyodik mali tablo ve mali tablo dipnotları, şirketin gerçek finansal durumunu gösterecek şekilde hazırlanır ve kamuya açıklanır.

3-2) Faaliyet raporu, kamuoyunun şirketin faaliyetleri hakkında her türlü bilgiye ulaşmasını sağlayacak ayrıntıda hazırlanır.

4-) BAĞIMSIZ DENETİMİN İŞLEVİ

4-1) Bağımsız denetim kuruluşları ve bu kuruluşlarda istihdam edilen denetim elamanlarının bağımsızlığı esastır. Bağımsızlık ilkesi ; bağımsız denetim faaliyetlerinin, bağımsız denetçinin mesleki takdir ve tarafsızlığını zedeleyebilecek nitelikteki herhangi bir ilişki, çıkar veya etkiden etkilenmeksizin yürütülmesini ifade eder.

4-2) Bağımsız denetim kuruluşları belirli aralıklarda rotasyona tabi tutulur.

4-2-1) Şirket yönetim kurulu tarafından bir bağımsız denetim kuruluşu ; sürekli ve/veya özel denetimlerde en çok beş hesap dönemi için seçilir.

4-2-2) Şirketin aynı bağımsız denetim kuruluşu ile yeniden sürekli ve/veya özel denetim sözleşmesi imzalayabilmesi için en az iki hesap döneminin geçmesi zorunludur.

4-3) Bağımsız denetim faaliyeti ile danışmanlık faaliyetleri birbirinden ayrılır.

4-3-1) Bağımsız denetim kuruluşları ve bu kuruluşlarda istihdam edilen denetim elemanları ile diğer personel bağımsız denetim hizmeti verdikleri şirketlere, bağımsız denetim hizmeti verdikleri dönemde, bedelli veya bedelsiz olarak danışmanlık hizmetleri veremezler.

Denetim kuruluşunun gerçek kişi ortakları ve yöneticileri tarafından verilen danışmanlık hizmetleri dahildir.

4-3-2) Bağımsız denetim kuruluşunun yönetim veya sermaye bakımından doğrudan ya da dolaylı olarak hakim bulunduğu bir danışmanlık şirketi ve çalışanları , bağımsız denetim kuruluşunun hizmet verdiği şirkete, aynı dönem için danışmanlık hizmeti veremez. Bu kapsama bağımsız denetim kuruluşunun gerçek kişi ortakları ve yöneticileri tarafından verilen danışmanlık hizmetleri dahildir.

5-) TİCARİ SIR KAVRAMI VE İÇERDEN ÖĞRENENLERİN TİCARETİ

5-1) İçerden öğrenilen bilgilerin kullanımının önlenmesi için gerekli her türlü tedbir alınır. Şirketin sermaye piyasası araçlarının değerini etkileyebilecek nitelikteki bilgiye ulaşabilecek konumdaki yöneticilerin ve hizmet aldığı diğer kişi/kurumların listesini hazırlar ve bilgilendirme politikalarında yer alan esaslar çerçevesinde kamuya duyurur.

6-) KAMUYA AÇIKLANMASI GEREKEN ÖNEMLİ OLAY VE GELİŞMELER

6-1) Şirketin finansal durumuna ve faaliyet sonuçlarına olan etkisi ile birlikte önemli durumların listesi verilmiştir.

BÖLÜM III- MENFAAT SAHİPLERİ

Menfaat sahibi, işletmenin hedeflerine ulaşmasında ve faaliyetlerinde ilgisi olan herhangi bir kimse, kurum veya çıkar grubu olarak nitelendirilmektedir. Menfaat sahiplerinin hakları genellikle mevzuat(borçlar kanunu, icra-iflas kanunu, iş kanunu) ile korunmaktadır.

1-) MENFAAT SAHİPLERİNE İLİŞKİN ŞİRKET POLİTİKASI

1-1) Şirketin kurumsal yönetim uygulamaları, menfaat sahiplerinin mevzuat ve karşılıklı sözleşmelerle düzenlenen haklarını garanti altına alır.

2-) ŞİRKET MAL VARLIĞININ KORUNMASI

Yönetim kurulu üyeleri ve yöneticiler menfaat sahiplerini zarara uğratmak kastıyla malvarlığının azalmasına yol açacak tasarruflarda bulunamaz.

3-) ŞİRKETİN İNSAN KAYNAKLARI POLİTİKASI

3-1) İşe alım politikaları oluşturulurken ve kariyer planlamaları yapılırken, eşit koşullardaki kişilere eşit fırsat sağlanması ilkesi benimsenir.

3-2) Katılımcı bir yönetim ortamının oluşturulmasını teminen, şirketin finansal imkanları, ücret, kariyer, eğitim, sağlık, gibi konularda çalışanlara yönelik bilgilendirme toplantıları yapılarak görüş alışverişinde bulunulur.

3-3) Çalışanlar ile ilgili olarak alınan kararlar veya çalışanları ilgilendiren gelişmeler çalışanlara veya temsilcilerine bildirilir.

3-4) Şirket çalışanlarının görev tanımları ve dağılımı ile performans ve ödüllendirme kriterleri yöneticiler tarafından belirlenir ve çalışanlara duyurulur. Çalışanlara verilen ücret ve diğer menfaatlerin belirlenmesinde verimliliğe ve diğer önemli görülen faktörlere dikkat edilir.

3-5) Çalışanlar için güvenli çalışma ortam ve koşulları sağlanır ve bu ortam ve koşullar sürekli olarak iyileştirilir.

3-6) Çalışanların özlük hakları ile çalışma ortamı ve koşullarındaki değişikliklere ilişkin kararlarda ilgili sendikalardan görüş alınır.

3-7) Çalışanlar arasında ırk, din, dil ve cinsiyet ayrımı yapılmaması, insan haklarına saygı gösterilmesi ve çalışanların şirket içi fiziksel, ruhsal ve duygusal kötü muamelelere karşı korunması için önlemler alır.

4-) MÜŞTERİLER VE TEDARİKÇİLER İLE İLİŞKİLER

4-1) Şirket, mal ve hizmetlerinin pazarlamasında ve satışında müşteri memnuniyetini sağlayıcı her türlü tedbiri alır.

4-2) Ticari sır kapsamında, müşteri ve tedarikçilerle ilgili bilgilerin gizliliğine özen gösterilir.

4-3) Şirket ile müşteriler ve tedarikçiler arasında haksız menfaatten uzak iyi ilişkiler kurulması ve taraflar arasında yapılan anlaşma koşullarına uyum sağlanması için şirketçe gerekli önlemler alınır.

5-) ETİK KURALLARI

Şirketin faaliyetleri, yönetim kurulu tarafından hazırlanan, genel kurulun bilgisine sunulan ve kamuya açıklanan etik kuralları çerçevesinde yürütülür. Oluşturulan etik kuralları ile ilgili uygulamalar kamuya açıklanır.

6-) SOSYAL SORUMLULUK

Şirket, sosyal sorumluluklarına karşı duyarlı olur; çevreye, tüketiciye, kamu sağlığına ilişkin düzenlemeler ile etik kurallara uyar ve bu konulardaki politikalarını kamuya açıklar.

BÖLÜM IV- YÖNETİM KURULU

Yönetim kurulu, genel kurulda pay sahiplerinin kendisine vermiş olduğu yetki doğrultusunda, mevzuat, esas sözleşme, şirket içi düzenlemeler ve politikalar çerçevesinde yetki ve sorumluluklarını kullanır ve şirketi temsil eder.

Yönetim kurulu bir şirketin stratejik karar alma, temsil ve en üst seviyede yürütme organıdır. Yönetim kurulu kararlarını alırken ve bunları uygularken, şirketin piyasa değerinin mümkün olan en üst seviyeye çıkarılmasını hedefler. Yönetim kurulu bunun bilinci içerisinde şirket işlerini, pay sahiplerinin uzun vadeli ve istikrarlı bir kazanç sağlamasını temin edecek şekilde yürütür. Bunu yaparken, pay sahipleri ile şirketin büyüme gereği arasındaki hassas dengenin de bozulmamasına özen gösterir.

Yönetim kurulu üyeleri görevlerini rasyonel şekilde ve iyi niyet kuralları çerçevesinde, şirketin çıkarları ile pay ve menfaat sahipleri arasındaki hassas dengeyi gözeterek yerine getirirler. Yönetim kurulu üyeleri, şirket hakkında gizli ve kamuya açık olmayan ve/veya ticari sır niteliğindeki bilgileri, ilgili mevzuatı da dikkate alarak, kendi, eşleri ve üçüncü kişilerin çıkarları için kullanmazlar.

Yönetim kurulu, etkinliğinin en üst düzeyde olmasını ve her türlü çıkar çatışmasından ve etkiden uzak, karar alma, yürütme ve temsil görevlerini bağımsız bir şekilde yerine getirmesini sağlayacak şekilde oluşturulur. Yönetim kurulu üyelerinin yetenek, beceri ve

deneyim düzeyleri ile bağımsızlık derecesi, yönetim kurulunun performans düzeyini ve başarısını belirlemekte ve şirketin hedefe ulaşmadaki başarısını doğrudan etkilemektedir.

Yönetim kurulunda yer alan bağımsız üyelerin, şirketin, pay ve menfaat sahiplerinin çıkarlarını her şeyin üstünde tutabilme ve kararlarda tarafsız olabilme avantajına doğal olarak sahip oldukları kabul edilmektedir. Bu çerçevede bağımsız üyelerin yönetim kurulunda çoğunlukta bulunması , bir şirkette kurumsal yönetimin doğru ve tarafsız olarak uygulanmasının önemli unsurlarından bir tanesidir. Ancak ülke uygulamalarına bakıldığında, bu konunun her ülkenin özgün koşulları çerçevesinde farklı değerlendirildiği de bir gerçektir. Ülkemiz uygulamaları da dikkate alınarak, ilkelerde bağımsızlığa ilişkin kriterlere yer verilmiş ve yönetim kurulunun sayısının ikiden az olmamak üzere en az üçte birinin bu kriterleri sağlayan bağımsız üyelerden oluşması tavsiye edilmiştir. Hiç kuşkusuz ülkemize özgü koşullardaki değişiklikler ile birlikte bu sayının ve oranın artırılması hedeflenmelidir. Diğer taraftan ilkelerde yönetim kurulu tarafından oluşturulacak komitelerin başkanlarının bağımsız üye olması önerildiğinden, ikiden fazla komite oluşturulması durumunda, yönetim kurulundaki bağımsız üye sayısı buna uygun olarak artırılmalıdır.

Yönetim kurulu ve yöneticiler, şirketin misyonu ve vizyonu çerçevesinde, bir şirketin belirlemiş olduğu hedeflere ulaşmasında esas sorumludur. Bu itibarla, yönetim kurulu ve yöneticiler şeffaf bir şekilde performans değerlendirmesine tabi tutulmalı ve ödüllendirme veya göreve son verme bu esaslar çerçevesinde gerçekleştirilmelidir.

Görevlerini gerektirdiği gibi yerine getirmemeleri nedeni ile şirketi ve dolayısıyla pay sahiplerini zarara uğratan yönetim kurulu üyeleri ve yöneticiler, sebep oldukları zararı şirkete ve pay sahiplerine ödemelidirler. Bu yol ile şirketin kayıpları engellenebilir, hem de bu kişilerin kendilerinden beklendiği şekilde sorumlu hareket etmeleri sağlanabilir.

Yönetim kurulu çalışmalarını daha sağlıklı yürütebilmek için komiteler oluşturabilir. Bu komitelerin oluşumu, yapısı ve çalışma ilkeleri, yönetim kurulunun profesyonel bir yaklaşımla ve sağlıklı bir şekilde çalışmasını ve böylelikle şirketin kurumsal yönetim ilkelerine göre işletmesinin temelini oluşturur. Komitelerin başkanları bağımsız yönetim kurulu üyelerinden seçilmelidir. Diğer taraftan, her bir komiteyi oluşturan üyelerin, çoğunluğunun, icrada görevli olmayan yönetim kurulu üyeleri arasından ve şeffaf bir şekilde seçilmesi kurumsal yönetimin işlemesi açısından önemlidir. Bir çok ülkede, denetimden

sorumlu komite, kurumsal yönetim komitesi, stratejik planlama komitesi, insan kaynakları ve ödüllendirme komitesi, uzlaşma komitesi ve etik komitesi adları altında çeşitli komiteler kurulduğu gözlemlenmektedir.

1-) YÖNETİM KURULUNU TEMEL FONKSİYONLARI

1-1) Yönetim kurulu bir şirketin en üst seviyede stratejik karar alma, yürütme ve temsil organıdır. Yönetim kurulu, şirketin misyon/vizyonunu belirler ve kamuya açıklar.

1-2) Yönetim kurulu yöneticiler tarafından oluşturulan stratejik hedefleri onaylar.

1-3) Yönetim kurulu, sürekli ve etkin bir şekilde, şirketin hedeflerine ulaşma derecesini, faaliyetlerini ve geçmiş performansını gözden geçirir. Bunu yaparken her konuda uluslararası standartlara uyum sağlamaya çalışır. Gerekli durumda gecikmeden ve sorun ortaya çıkmadan önce önlem alır.

1-3-1) Etkin gözden geçirme; şirket faaliyetlerinin, onaylanan yıllık finansman ve iş planlarının gerçekleşme düzeyinin; finansal durum ve faaliyet sonuçlarının muhasebe kayıtlarına yansıtılmasında mevcut mevzuat ve uluslararası muhasebe standartlarına uyumunun ve şirket ile ilgili finansal bilginin doğruluk derecesinin ortaya çıkarılmasını ifade eder.

1-3-2) Yönetim kurulu, başta pay sahipleri olmak üzere şirketin menfaat sahiplerini etkileyebilecek olan şirketin karşı karşıya kalabileceği risklerin etkilerini en aza indirebilecek bir risk yönetim ve iç kontrol mekanizması oluşturur ve bunun sağlıklı olarak işlemesi için gerekli önlemleri alır.

1-3-3) Yönetim kurulu görev ve sorumluluklarını sağlıklı olarak yerine getirmek amacıyla komiteler oluşturur.

1-3-4) Yönetim kurulu, yöneticilerin pozisyonlarına uygun gerekli nitelikleri taşımasını gözetir. Yönetim kurulu nitelikli personelin uzun süre şirkete hizmet etmesini sağlamaya yönelik teşvik ve önlemleri alır. Yönetim kurulu gerekli gördüğü takdirde yöneticileri vakit geçirmeksizin görevden alır ve yerlerine bu görevlere uygun ve nitelikli yenilerini atar.

1-4) Yönetim kurulu, şirket faaliyetlerinin mevzuata, esas sözleşmeye, iç düzenlemelere ve oluşturulan politikalara uygunluğunu gözetir.

1-5) Yönetim kurulu şirket ile pay sahipleri arasında yaşanabilecek anlaşmazlıkların giderilmesinde ve çözüme ulaştırılmasında öncü rol oynar.

1-5-1) Yönetim kurulu pay sahiplerinin haklarının kullanılmasında mevzuata, esas sözleşme hükümlerine, şirket içi düzenlemelere ve oluşturulan politikalara tam olarak uyulmasını sağlar ve bu amaca yönelik olarak kurumsal yönetim komitesi ve bünyesinde oluşturulan pay sahipleri ile ilişkiler birimi ile yakın işbirliği içinde olur.

1-5-2) Yönetim kurulu, pay sahipleri ile şirket ve/veya şirket çalışanları arasında anlaşmazlık çıkmaması için gerekli tedbirleri alır, anlaşmazlık çıkması durumunda ise çözüm önerileri geliştirir.

2-) YÖNETİM KURULUNUN FAALİYET ESASLARI İLE GÖREV VE SORUMLULUKLARI

2-1) Yönetim kurulu faaliyetlerini eşitlikçi, şeffaf, hesap verebilir ve sorumlu bir şekilde yürütür.

2-2) Yönetim kurulunun yetki ve sorumlulukları; fonksiyonları ile tutarlı ve hiçbir şüpheye yer bırakmaksızın, her bir yönetim kurulu üyesi, yönetici ve genel kurula tanınan yetki ve sorumluluktan açıkça ayrılabilir ve tanımlanabilir biçimde şirketin esas sözleşmesinde yer alır. Bu çerçevede, yönetim kurulu üyeleri arasında görev dağılımı yapılır. Yönetim kurulu üyelerinin ve yöneticilerin yetki ve sorumlulukları açık ve anlaşılabilir olur; faaliyet raporunda yer alır ve kamuya açıklanır.

2-3) Yönetim kurulu üyesi görevini basiretli biçimde ve iyi niyet kuralları çerçevesinde yerine getirir. Görevin basiretli ve iyi niyet kuralları çerçevesinde ifa edilmesi, benzer durumlarda ve benzer koşullar altında , asgari olarak gösterilmesi gereken dikkat ve özenin gösterildiği anlamına gelir.

2-4) Yönetim kurulu üyelerinin, görevlerini tam olarak yerine getirebilmelerini teminen her türlü bilgiye zamanında ulaşmaları sağlanır.

2-4-1) Yönetim kurulu üyelerinin, şirketi önemli ölçüde etkileyen gelişmelerden zamanında ve doğru bir şekilde bilgilendirilmesini sağlayacak mekanizmalar oluşturulur. Yönetim kurulu görev ve sorumluluklarını yerine getirirken yöneticiler ile sürekli ve etkin işbirliği içerisinde olur.

2-4-2) Gerekli görülen durumlarda yöneticiler yönetim kurulu toplantılarına katılır.

2-4-3) Yönetim kuruluna bilgi akışının aksamasını engelleyici hareketlerde bulunan şirket çalışanlarına gerektiğinde uyarı ve iş akdinin sona erdirilmesine kadar giden yaptırımlar uygulanır. Buna ilişkin esaslar şirketin iç düzenlemelerinde ve/veya esas sözleşmesinde yer alır.

2-4-4) İcrada görevli olan üye dışındaki yönetim kurulu üyeleri de, görevlerinin ifası sırasında yeterli bilginin kendilerine sunulmadığını ileri sürerek sorumluluktan kurtulamaz. Bu nedenle kendilerine sunulan bilgilerle sınırlı kalmadan, gerek gördükleri takdirde ilave bilgi talep ederler.

2-5) Yönetim kurulu üyeleri mevzuat, esas sözleşme ve genel kurulun kendilerine yüklediği görevleri kasten veya ihmalen yerine getirmemeleri halinde müteselsilen sorumlu olur.

2-6) Yönetim kurulu üyesi, pay sahipleri aleyhine sonuç doğurabilecek baskılara boyun eğmez ve maddi menfaat kabul etmez. Yönetim kurulu, bu hususlara oluşturulan etik kurallarında yer verir ve bu kuralların tüm şirket çalışanları tarafından da uygulanmasını sağlayıcı önlemleri alır.

2-7) Yönetim kurulu üyesinin şirket işleri için yeterli zaman ayırması esastır. Bu kapsamda, üyenin şirket dışında başka görev veya görevler alması belli kurallara bağlanır veya sınırlandırılır.

2-8) Yönetim kurulu üyesi prensip olarak şirket ile işlem yapamaz ve rekabet edemez. Böyle bir durum ortaya çıktığı veya öğrenildiği takdirde ilgili yönetim kurulu üyesi derhal yönetim

kurulunu ve denetleme kurulunu yazılı olarak bilgilendirir. Yapılacak ilk genel kurul toplantısında bu konuda ayrıca pay sahiplerine bilgi verilir, kamuya açıklanır ve faaliyet raporunda yer verilir. Yönetim kurulu üyelerinin şirket ile işlem yapabilmesi ve rekabet edebilmesi ancak pay sahiplerinin $\frac{3}{4}$ ünün onayı ile mümkündür. Bu husus şirket esas sözleşmesinde düzenlenir.

2-9) Yönetim kurulu üyesi şirket ile ilgili gizli ve/veya ticari sır niteliğindeki bilgileri kamuya açıklayamaz. Bu husus şirketin etik kurallarında yer alır. Yönetim kurulu bu bilgilerin şirketin diğer çalışanları tarafından da şirket dışına çıkarılmasını önlemeye yönelik gerekli tedbirleri alır.

2-10) Yönetim kurulu üyesi, şirket hakkındaki gizli ve kamuya açık olmayan bilgiyi kendisi veya başkaları lehine kullanamaz, şirket hakkında yalan, yanlış, yanıltıcı, mesnetsiz bilgi veremez, haber yayamaz ve yorum yapamaz.

2-11) Yönetim kurulu; periyodik mali tabloların mevcut mevzuat ve uluslar arası muhasebe standartlarına uygun olarak hazırlanmasından, sunulmasından ve gerçeğe uygunluğu ile doğruluğundan sorumludur. Yönetim kurulu, periyodik mali tablolar ve yıllık raporunun kabulüne dair ayrı bir karar alır.

2-11-1) Dip notları ile birlikte periyodik mali tabloların ve yıllık faaliyet raporunun ilanı ve bildirim sırasında bunların; icra başkanı/genel müdür tarafından, bunların hazırlanmasından sorumlu bölüm başkanı veya bu sorumluluğu üstlenmiş görevli ile yönetim kurulunca bir iş bölümü yapılmış ise bunların hazırlanmasından sorumlu yönetim kurulu üyesi tarafından aşağıdaki asgari açıklamaları içeren bir beyan hazırlanır ve imzalanır. Kamuya yapılacak açıklamalarda bu konuya yer verilir.

Bu beyanda asgari olarak;

- a- Periyodik mali tablo ve dipnotlarının, yıllık faaliyet raporunun kendileri tarafından incelendiğini,
- b- Şirketteki yetki ve sorumluluk dahilinde ve sahip oldukları bilgiler çerçevesinde, periyodik mali tablo ve dipnotlarının , yıllık faaliyet raporunun önemli konularda gerçeğe aykırı bir

açıklama, yada açıklamanın yapıldığı tarih itibariyle yanıltıcı olması sonucunu doğurabilecek herhangi bir eksiklik içermediği,

c- Şirketteki yetki ve sorumluluk alanında sahip oldukları bilgiler çerçevesinde, periyodik mali tablo ve dipnotlarının, yıllık faaliyet raporunun, ilgili olduğu dönem itibariyle, şirketin finansal durumu ve faaliyet sonuçları hakkında gerçeği doğru biçimde yansıttığı,

hususları yer alır.

2-11-2) Yönetim kurulu; dipnotları ile birlikte periyodik mali tablo ve yıllık faaliyet raporlarını imzalamakla yükümlü olan sorumlu kişilerin, şirket ve konsolide mali tablolar kapsamında giren bağlı ortaklıklar, iştirakler ve müşterek yönetime tabi şirketler ile ilgili önemli bilgilere ulaşmasını sağlayacak tedbirleri alır.

2-11-3) İmza yükümlüsü kişiler, gerek şirketin iç kontrol sistemiyle, gerekse kendilerinin bilgiye ulaşma süreci ile ilgili eleştiri ve önerilerini şirket yönetim kuruluna , denetimden sorumlu komiteye, şirketin denetimini yapmakta olan bağımsız denetim kuruluşuna bildirir.

2-12) Yönetim kurulunun temel fonksiyonlarının haricinde, komitelerin görüş ve önerilerini de dikkate alarak, yerine getireceği başlıca görev ve üstleneceği sorumlulukları şunlardır;

- a- Şirketin yıllık bütçe ve iş planlarını onaylamak,
- b- Şirketin yıllık faaliyet raporlarını hazırlamak ve genel kurula sunmak üzere kesinleştirmek,
- c- genel kurul toplantılarının mevzuata ve şirket esas sözleşmesine uygun olarak yapılmasını sağlamak; genel kurul kararlarını yerine getirmek,
- d- Şirketin son bilançosundaki aktif toplamının %10 unu aşan önemli miktarlardaki harcamaların kullanımlarını kontrol etmek,
- e- Yöneticilerin kariyer planlarını ve ödüllendirmelerini onaylamak,
- f- Şirketin pay sahipleri, menfaat sahipleri ve halkla ilişkilerine yönelik politikaları belirlemek,
- g- Şirketin bilgilendirme politikalarını belirlemek,
- h- Şirket ve çalışanları için etik kuralları belirlemek,
- i- komitelerin çalışma esaslarını belirlemek; etkin ve verimli çalışmalarını sağlamak,
- j- Şirket organizasyon yapısının günün koşullarına cevap vermesini teminen gerekli tedbirleri almak,

k- Önceki yönetim kurullarının faaliyetlerini incelemek,

2-13) Yönetim kurulu başkanı , diğer yönetim kurulu üyeleri ve icra başkanı/genel müdür ile görüşerek yönetim kurulu toplantılarının gündemini belirler.

2-14) Yönetim kurulu toplantılarında gündemde yer alan konular açıkça ve her yönüyle tartışılır. Yönetim kurulu üyesi, toplantılarda muhalif kaldığı konulara ilişkin makul ve ayrıntılı karşı oy gerekçesini karar zaptına geçirir ve yazılı olarak şirket denetçilerine iletir.

2-14-1) Yönetim kurulu üyesi, diğer üyeleri yanıltmak amacıyla, toplantılarda görüşülen konularla ilgili eksik ve taraflı bilgi veremez.

2-14-2) Toplantı esnasında yönetim kurulu üyesi tarafından yöneltilen her türlü soru, ilke olarak hemen cevaplanır ve karar zaptına geçirilir. Cevaplanamayan sorular ise bir sonraki toplantının gündemine alınır.

2-15) Yönetim kurulu toplantıları etkin ve verimli bir şekilde planlanır ve gerçekleştirilir.

2-15-1) Yönetim kurulunun ilk toplantısı seçimini izleyen bir ay içerisinde yapılır. İlk toplantıda, yönetim kurulu başkanı ve başkan vekilinin seçiminin yanı sıra, görev dağılımı ve komitelerin oluşturulmasına yönelik kararlar alınır.

2-15-2) Yönetim kurulu üyesi prensip olarak her toplantıya katılır.

2-15-3) Yönetim kurulu toplantısına uzaktan erişim sağlayan her türlü teknolojik yöntemle iştirak edilir.

2-15-4) Ancak şirketin faaliyetleri ile ilgili önemli konularda toplantıya bütün yönetim kurulu üyeleri fiilen katılır. Aşağıda yer alan gündem maddeleri, ancak yönetim kurulu toplantılarına fiilen katılan yönetim kurulu üyeleri tarafından onaylanabilir.

a- Şirketin faaliyet göstereceği konuların belirlenmesi ile iş ve finansman planlarının onaylanması,

- b- Genel kurulun olağan/olağanüstü toplantıya çağırılması ve toplantının organizasyonu ile ilgili konular,
- c- Genel kurula sunulacak yıllık faaliyet raporunun kesinleştirilmesi,
- d- Yönetim kurulu başkanının, başkan vekilinin seçilmesi ve yeni üye atanması,
- e- İdari birimlerin oluşturulması veya faaliyetlerine son verilmesi,
- f- İcra başkanının /genel müdürün atanması veya azledilmesi,
- g- Komitelerin oluşturulması,
- h- Birleşme, bölünme, yeniden yapılanma; şirketin tamamının veya duran varlıklarının %10 'unun satılması veya %10 'unun üzerinde tutarlarda yatırım yapılması; aktif toplamının % 10 'un üzerinde tutarlarda gider yapılması,
- ı- Şirketin temettü politikasının, dağıtılacak dönem karı miktarının tespit edilmesi,
- j- Sermaye artırımı veya azaltımı

2-15-5) Yönetim kurulu düzenli olarak ve önceden planlandığı şekilde en az ayda bir defa; gerekli görülen hallerde bu süreye bağlı olmadan ve gecikmeksizin toplanır.

2-15-6) Yönetim kurulu üyelerinin toplantıya çağırılmasına ve toplantıya hazırlanmasına ilişkin süreçler, tüm yönetim kurulu üyelerinin toplantıya tam olarak hazırlanmasına olanak sağlayacak şekilde düzenlenir.

2-15-7) Yönetim kurulu toplantısı gündeminde yer alan konular ile ilgili belge ve bilgiler, toplantıdan en az yedi gün önce yönetim kurulu üyelerinin incelemesine sunulur. Bu zamanlamaya uymanın mümkün olmadığı durumlarda, yönetim kurulu üyelerine eşit bilgi akışının sağlanmasına azami özen gösterilir. Yedi günlük süreye uyulamaması nedeniyle yönetim kurulu üyelerinden birinin toplantı tarihine itiraz etmesi halinde bu itiraz yönetim kurulu tarafından değerlendirilir. Yönetim kurulu toplantı dokümanının ne şekilde yönetim kurulu üyelerine ulaştırılacağı şirket içi düzenlemeler ile yazılı hale getirilir.

2-15-8) Yönetim kurulu üyesi toplantıdan önce, yönetim kurulu başkanına gündemde değişiklik önerisinde bulunabilir. Toplantıya katılamayan ancak görüşlerini yazılı olarak yönetim kuruluna bildiren üyenin görüşleri diğer üyelerin bilgisine sunulur.

2-15-9) Yönetim kurulunda her üyenin bir oy hakkı bulunur. Üyelere ağırlıklı oy hakkı veya olumlu/olumsuz veto hakkı tanınmaz.

2-15-10) Şirket esas sözleşmesinde, pay ve menfaat sahiplerinin yönetim kurulunu toplantıya davet edebilmesine olanak sağlayacak düzenlemelere yer verilir. Yönetim kurulu, kurumsal yatırımcı niteliğini haiz veya azınlık pay sahipleri ile esas sözleşmede tanımlanan menfaat sahiplerinin talebiyle toplanabilir. Davet talebi yönetim kurulu başkanına yapılır. Yönetim kurulu başkanı, derhal toplantı yapılmasının gerekmediği sonucuna varması halinde, konuyu ilk yönetim kurulu toplantısının gündemine alır.

2-15-11) Yönetim kurulu toplantılarının ne şekilde yapılacağı şirket içi düzenlemeler ile yazılı hale getirilir.

2-16) Yönetim kurulu toplantı ve karar nisabına esas sözleşmede yer verilir.

2-17) Yönetim kurulu toplantıları ile ilgili dokümanın düzenli bir şekilde tutulması amacıyla tüm yönetim kurulu üyelerine hizmet vermek üzere yönetim kurulu başkanına bağlı bir sekreteryaya oluşturulur.

2-17-1) Sekreteryaya, temel olarak, yönetim kurulu üyeleri arasında iletişimi sağlar; yönetim kurulunun ve komitelerin toplantı tutanaklarını tutar; yönetim kurulu duyuları dahil yazışmaların düzenli olarak kaydını tutar ve arşivler.

2-17-2) Sekreteryaya tarafından tutulan kayıtlar, yönetim kurulu üyelerinin incelemesine açık tutulur.

2-18) Yönetim kurulu üyesi, kendisinin, eş ve üçüncü dereceye kadar kan ve sıhrî hısımlarının menfaatini ilgilendiren yönetim kurulu toplantılarına katılamaz.

2-19) Yönetim kurulu toplantılarında, bağımsız üyelerin muhalif kaldığı konulara ilişkin makul ve ayrıntılı karşı oy gerekçeleri kamuya duyurulur.

2-20) Yönetim kurulunun seyahat/toplantı giderlerini, görevi ile ilgili özel çalışma isteklerini ve benzer masraflarını karşılayacak bir bütçesi olur.

3) YÖNETİM KURULUNUN OLUŞUMU VE SEÇİMİ

3-1) Yönetim kurulu en üst düzeyde etki ve etkinlik sağlayacak şekilde yapılandırılır.

3-1-1) Yönetim kurulu üyeliğine prensip olarak, yüksek bilgi ve beceri düzeyine sahip, nitelikli, belli bir tecrübe ve geçmişe sahip olan kişiler aday gösterilir ve seçilir. Buna ilişkin genel esaslar şirket esas sözleşmesinde yer alır.

3-1-2) Sermaye piyasası mevzuatı, sigortacılık mevzuatı, bankacılık mevzuatı, kara paranın aklanmasının önlemesine dair mevzuat ile ödünç para verme işleri hakkındaki mevzuata aykırılıktan ve/veya taksirli suçlar hariç olmak üzere affa uğramış olsalar dahi ağır hapis veya beş yıldan fazla hapis yahut zimmet, nitelikli zimmet, irtikap, rüşvet, hırsızlık, dolandırıcılık, sahtecilik, inancı kötüye kullanma, dolanlı iflas gibi yüz kızartıcı suçlar ile istimal ve istihlak kaçakçılığı dışında kalan kaçakçılık suçları; resmi ihale ve alım satımlara fesat karıştırma veya devlet sırlarını açığa vurma, vergi kaçakçılığı veya vergi kaçakçılığına teşebbüs yada iştirak suçlarından dolayı hüküm giymiş olanlar yönetim kurulu üyesi olamaz.

3-1-3) Yönetim kurulu üye sayısı, yönetim kurulu üyelerinin verimli ve yapıcı çalışmalar yapmalarına, hızlı ve rasyonel kararlar almalarına ve komitelerin oluşumu ve çalışmalarını etkin bir şekilde organize etmelerine olanak sağlayacak şekilde belirlenir.

3-1-4) Yukarıda belirtilen genel çerçeve içerisinde; yönetim kurulu üyeliği adaylarında ayrıca aranacak asgari nitelikler aşağıda yer almaktadır;

a- mali tablo ve raporları okumak ve analiz edebilmek,

b- şirketin gerek günlük, gerek uzun vadeli işlemlerinde ve tasarruflarında tabi olduğu hukuki düzenlemeler hakkında temel bilgiye sahip olmak,

c- yönetim kurulunun, ilgili bütçe yılı için öngörülen toplantıların tamamına katılma olanağına ve kararlılığına sahip olmak,

3-1-5) Yukarıda sayılan özellikleri taşımayan kişilerden; diğer özellikleri nedeniyle yönetim kurulu üyeliğine seçilenlerin, en kısa sürede gerekli eğitimi almaları sağlanır. Yönetim kurulu

üyeleri atandıktan sonra kurumsal yönetim komitesi ayrıntılı bir uyum programına başlar. Uyum programının hızlı ve verimli bir şekilde tamamlanmasına özen gösterilir. Bu programda en az aşağıdaki hususlara yer verilir;

- a- yöneticiler ile tanışma ve şirketin üretim birimlerini ziyaret,
- b- yöneticilerin özgeçmişleri ve performans değerlendirmeleri,
- c- şirketin stratejik hedefleri, güncel durum ve sorunları,
- d- şirketin Pazar payı ve finansal performans göstergeleri,

3-2) Yönetim kurulunda icrada görevli olan ve olmayan üyeler bulunur.

3-2-1) Yönetim kurulu başkanı ve icra başkanı/genel müdür aynı kişi olmaması ve yönetim kurulunun yarısından fazlasının icrada görev almaması sağlanır.

3-2-2) İcrada görevli olmayan yönetim kurulu üyeleri, düzenli olarak kendi aralarında toplantı yapar.

3-3) Yönetim kurulu üyeleri içerisinde, görevlerini hiçbir etki altında kalmaksızın icra etme niteliğine ve potansiyeline sahip bağımsız üyeler bulunur.

3-3-1) Yönetim kurulunun sayısı ikiden az olmamak üzere en az üçte biri bağımsız üyelerden oluşur. Bağımsız üye sayısının hesaplanmasında kusuratlar izleyen tam sayı olarak dikkate alınır.

3-3-2) Bağımsız yönetim kurulu üyesine yönetim kurulunun önerisi ve genel kurulun onayı ile sağlanacak, ücret ve huzur hakkı gibi maddi imkanlar, bağımsızlığı koruyacak düzeyde olur. Bu amaca yönelik olarak sağlanan maddi haklar bağımsızlığı engellemez.

3-3-3) Şirketin yönetim kurulunda yedi yıl süre ile yönetim kurulu üyeliği yapan bir kişi, yönetim kuruluna bağımsız üye olarak atanamaz.

3-3-4) Aşağıdaki kriterlere uyan yönetim kurulu üyesi “bağımsız üye” olarak nitelendirilir:

a- şirket veya şirketin iştiraki, bağlı kuruluşu ve grup içi şirketlerden biri ile kendisi, eşi ve üçüncü dereceye kadar kan ve sıhri hısımları arasında son iki yıl içinde istihdam, sermaye veya ticaret anlamında doğrudan veya dolaylı bir menfaat ilişkisinin kurulmamış olması,

b- yönetim kuruluna belli bir pay grubunu temsilen seçilmemiş olması,

c- başta şirketin denetimini ve danışmanlığını yapan şirketler olmak üzere, yapılan anlaşmalar çerçevesinde şirketin faaliyet ve organizasyonunun tamamını veya belli bir bölümünü yürüten şirketlerde çalışmıyor olması ve son iki yıl içerisinde yönetici olarak görev almamış olması,

d- son iki yıl içerisinde, şirketin bağımsız denetimini yapan kuruluşlarda istihdam edilmemiş veya bağımsız denetim sürecinde yer almamış olması,

e- şirkete önemli ölçüde hizmet ve ürün sağlayan firmaların herhangi birisinde çalışmamış ve son iki yıl içerisinde yönetici olarak görev almamış olması,

f- eşi ve üçüncü dereceye kadar olan kan ve sıhri hısımları arasında hiçbirisinin şirkette yönetici, toplam sermayenin %5 inden fazlasını elinde bulunduran veya her halükarda yönetim kontrolünü elinde bulunduran pay sahibi veya herhangi bir yönetici pozisyonunda veya şirketin kontrolünde etkili olmaması,

g- şirketten yönetim kurulu üyeliği ücreti ve huzur hakkı dışında başka herhangi bir gelir elde etmiyor olması; yönetim kurulu görevi dolayısıyla hissedar ise %1 seviyesinin altında hisseye sahip olması, bu payların imtiyazlı olmaması,

3-3-5) Bağımsız yönetim kurulu üyesi, mevzuat, esas sözleşme ve yukarıda yer alan kriterler çerçevesinde bağımsız olduğuna ilişkin yazılı bir beyanı atama esnasında yönetim kuruluna verir.

3-3-6) Bağımsızlığı ortadan kaldıran bir durum ortaya çıktığı takdirde, değişiklik bağımsız üye tarafından kamuya duyurulmak üzere derhal yönetim kuruluna iletilir. Bu durumda asgari bağımsız yönetim kurulu üye sayısının yeniden sağlanmasını teminen, bağımsızlığını kaybeden yönetim kurulu üyesi ilke olarak istifa eder. Yönetim kurulu bu durumda ilk genel kurula kadar görev yapmak üzere boşalan üyeliklere bağımsız üye seçer. Ancak, toplantı ve karar nisaplarının oluşmasında sorun yaşanması durumunda, bağımsızlığını kaybeden üye

görevine devam eder. Bu kapsamda, yapılan işlemler ayrıca yönetim kurulu tarafından kamuya en kısa sürede duyurulur.

3-4) Yönetim kurulu üyelerinin seçiminde, birikimli oy sisteminin uygulanmasına öncelik verilir.

Birikimli oy sisteminin uygulama esasları mevzuat çerçevesinde şirketin esas sözleşmesinde düzenlenir. Yönetim kurulu üyeleri birikimli oy sistemi konusunda pay sahiplerini bilgilendirir. Birikimli oy sistemi amacı doğrultusunda kullanılır ve bu konuda yönetim kurulu üyeleri gerekli hassasiyeti gösterir.

4-) YÖNETİM KURULUNA SAĞLANAN MALİ HAKLAR

4-1) Yönetim kurulu üyesine, ücretinin belirli bir oranını aşmayacak şekilde huzur hakkı verilir.

4-2) Yönetim kurulu üyelerine verilecek ücret, ilke olarak üyenin zaman yatırımını ve üyelik gereklerinin yerine getirilmesini, asgari olarak karşılayacak şekilde genel kurul tarafından belirlenir.

Üyelerin temel ücretleri, ilke olarak icra başkanı/genel müdüre verilen saat başına sabit ücrete yakın olur. Ücret, bir yönetim kurulu üyesinin toplantı, toplantı öncesi ve sonrası hazırlık ve özel projelerde o şirket için harcayacağı zaman olarak hesap edilir.

4-3) Ödüllendirme yönetim kurulu üyelerinin performansını yansıtacak ve şirketin performansı ile ilişkilendirilecek şekilde belirlenir. Bu konuda kurumsal yönetim komitesi gerekçe göstermek sureti ile önerilerde bulunur. Yönetim kurulu, şirketin belirlenen operasyonel ve finansal performans hedeflerine ulaşmasından sorumludur. Bunun sağlanamadığı durumlarda gerekçeleri faaliyet raporunda açıklanır. Bu şekilde yönetim kurulu hem kurul hem de üye bazında , bu konuyla görevlendirilen komitenin ortaya koyacağı esaslar doğrultusunda özeleştirisini ve performans değerlendirmesini yapar. Yönetim kurulu üyeleri bu esaslara göre ödüllendirilir veya azledilir.

4-4) Şirket, herhangi bir yönetim kurulu üyesine ve yöneticilerine borç veremez, kredi kullanılamaz, verilmiş olan borçların ve kredilerin süresini uzatamaz, şartlarını

iyileştiremez, üçüncü bir kişi aracılığıyla şahsi kredi adı altında kredi kullandıramaz veya lehine kefalet gibi teminatlar veremez.

Ancak, bireysel kredi veren kuruluşlar herkes için uyguladığı şartlarda, söz konusu kişilere kredi verebilir; kredi kartı vermek suretiyle kredi kullandırabilir ve bu kişileri diğer hizmetlerinden yararlandırabilir.

5-) YÖNETİM KURULUNDA OLUŞTURULAN KOMİTELERİN SAYI, YAPI VE BAĞIMSIZLIĞI

5-1) Şirketin içinde bulunduğu durum ve gereksinimlere uygun olarak, yönetim kurulunun görev ve sorumluluklarını sağlıklı bir biçimde yerine getirmesini teminen yeterli sayıda komite oluşturulur.

5-2) Komite başkanları bağımsız yönetim kurulu üyeleri arasından seçilir.

5-3) Komiteler, en az iki üyeden oluşur. Komitelerin iki üyeden oluşması halinde her ikisi, ikiden fazla üyesinin bulunması halinde üyelerin çoğunluğu, icrada görevli olmayan üyelerden oluşur.

5-4) İlke olarak bir yönetim kurulu üyesi birden fazla komitede görev alamaz. Gerek duyulduğunda yönetim kurulu üyesi olmayan , konusunda uzman kişilere de komite yer verilir.

5-5) Komiteler kendi yetki ve sorumluluğu dahilinde hareket eder ve yönetim kuruluna tavsiyelerde bulunur, ancak nihai karar yönetim kurulu tarafından verilir.

5-5-1) Komiteler yaptıkları tüm çalışmalarını yazılı hale getirir ve kaydını tutar.

5-5-2) Komitelerin çalışma süreleri yönetim kurulunun çalışma süresi ile paralel olur. Ancak kurumsal yönetim komitesi, yeni yönetim kurulunun önceden belirlenmiş olan uyum süreci tamamlandıktan sonra yeniden oluşturulur.

5-5-3) Komite toplantılarının zamanlaması mümkün olduğunca yönetim kurulu toplantılarının zamanlaması ile uyumlu olur.

5-5-4) Komite başkanı, yönetim kuruluna, komite toplantısı ertesinde komitenin faaliyetleri hakkında yazılı rapor verir ve komite toplantısının özetini yönetim kurulu üyelerine yazılı olarak bildirir veya bildirilmesini sağlar.

5-6) Finansal ve operasyonel faaliyetlerin sağlıklı bir şekilde gözetilmelerini teminen denetimden sorumlu komite kurulur.

5-6-1) Denetimden sorumlu komite görevini yerine getirirken gerekli her türlü kaynak ve destek yönetim kurulu tarafından sağlanır. Bu komite, gerekli gördüğü yöneticiyi, iç ve bağımsız denetçileri toplantılara davet edebilir ve görüşlerini alabilir. İç denetçi, denetimden sorumlu komiteye rapor verir.

5-6-2) Denetimden sorumlu komite, kamuya açıklanacak periyodik mali tabloların ve dipnotlarının, mevcut mevzuat ve uluslar arası muhasebe standartlarına uygunluğunu denetler ve bağımsız denetim kuruluşunun görüşünü de alarak yönetim kuruluna yazılı olarak bildirir.

5-6-3) Denetimden sorumlu komite, her türlü iç ve bağımsız denetimin, yeterli ve şeffaf bir şekilde yapılması için gerekli tedbirleri alır.

5-6-4) Denetimden sorumlu komite , şirketin muhasebe sisteminin, finansal bilgilerin kamuya açıklanmasının, bağımsız denetiminin, ve şirketin iç kontrol sisteminin işleyişinin ve etkinliğinin gözetimini yapar. Bağımsız denetim kuruluşunun seçimi, denetim sözleşmelerinin hazırlanarak bağımsız denetim sürecinin başlatılması ve bağımsız denetim kuruluşunun her aşamadaki çalışmaları bu komitenin gözetiminde gerçekleşir.

5-6-5) Şirketin hizmet alacağı bağımsız denetim kuruluşunun seçimi ve bu kuruluştan alınacak hizmetler, denetimden sorumlu komitenin ön onayından geçtikten sonra şirket yönetim kuruluna sunulur. Bağımsız denetim kuruluşunun seçimi için teklif götürülmeden önce denetimden sorumlu komite, bağımsız denetim kuruluşunun bağımsızlığını zedeleyebilecek bir husus bulunup bulunmadığını belirten bir rapor hazırlar.

5-6-6) Bağımsız denetim kuruluşu, şirketin muhasebe politikası ve uygulamalarıyla ilgili önemli hususları daha önce şirket yönetimine ilettiği uluslar arası muhasebe standartları

çerçevesinde alternatif uygulama ve kamuya açıklama seçeneklerini, bunların muhtemel sonuçlarını ve uygulama önerisini, şirket yönetimiyle olan önemli yazışmaları, denetimden sorumlu komiteye bildirir.

5-6-7) Şirket muhasebesi, iç kontrol sistemi ve bağımsız denetimiyle ilgili olarak ortaklığa ulaşan şikayetlerin incelemesi, sonuca bağlanması ile şirket çalışanlarının bu konulardaki bildirimlerinin gizlilik ilkesi çerçevesinde incelenmesi denetimden sorumlu komite tarafından yerine getirilir.

5-6-8) Denetimden sorumlu komite, faaliyetleriyle ilgili olarak ihtiyaç gördüğü konularda bağımsız uzman görüşlerinden yararlanır. Komitenin ihtiyaç duyduğu danışmanlık hizmetlerinin bedeli şirket tarafından karşılanır.

5-6-9) Denetimden sorumlu komite, en az üç ayda bir toplanır ve toplantı sonuçlarını yönetim kuruluna sunar. Bağımsız denetim kuruluşu, denetimden sorumlu komitenin yaptığı mali tablolara ilişkin değerlendirme toplantılarına iştirak eder ve çalışması hakkında bilgi verir.

5-6-10) Denetimden sorumlu komite, yönetim kurulu üyeleri, yöneticiler ve diğer çalışanlar arasında çıkabilecek çıkar çatışmalarını ve ticari sır niteliğindeki bilginin kötüye kullanılmasını önleyen şirket içi düzenlemelere ve politikalara uyumu gözetir.

5-7) Şirketin kurumsal yönetim ilkelerine uyumunu izlemek, bu konuda iyileştirme çalışmalarında bulunmak ve yönetim kuruluna öneriler sunmak üzere kurumsal yönetim komitesi kurulur.

5-7-1) Kurumsal yönetim komitesinin çoğunluğu bağımsız üyelerden oluşur. İcra başkanı/genel müdür bu komitede görev alamaz.

5-7-2) Kurumsal Yönetim Komitesi;

a- şirkette kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanıp uygulanmadığını, uygulanmıyor ise gerekçesini ve bu prensiplere tam olarak uymama dolayısıyla meydana gelen çıkar çatışmalarını tespit eder ve yönetim kuruluna uygulamaları iyileştirici prensiplerde bulunur,

- b- pay sahipleri ile ilişkiler biriminin çalışmalarını koordine eder,
- c- yönetim kuruluna uygun adayların saptanması, değerlendirilmesi, eğitilmesi ve ödüllendirilmesi konularında şeffaf bir sistemin oluşturulması ve bu hususta politika ve stratejiler belirlenmesi konularında çalışmalar yapar,
- d- yönetim kurulu üyelerinin ve yöneticilerin sayısı konusunda öneriler geliştirir,
- e- yönetim kurulu üyelerinin ve yöneticilerin performans değerlendirilmesi, kariyer planlaması ve ödüllendirilmesi konusundaki yaklaşım, ilke ve uygulamaları belirler ve gözetimini yapar.

6-) YÖNETİCİLER

- 6-1) Yöneticiler görevlerini adil, şeffaf, hesap verebilir ve sorumlu bir şekilde yürütürler.
- 6-2) Yöneticiler şirket işlerinin; misyon, vizyon, hedefler, stratejiler ve politikalar çerçevesinde yürütülmesini sağlarlar.
- 6-3) Yöneticiler, yönetim kurulunun her yıl onayladığı finansal ve operasyonel planlara uygun olarak hareket ederler.
- 6-4) Yöneticilerin görevlerini ifa edebilmeleri için gerekli yetkiler kendilerine verilir.
- 6-5) Yöneticiler verilen görevleri ifa edebilmeleri için gerekli profesyonel nitelikleri haiz olmaları gerekir.
- 6-5-1) İcra başkanı/ genel müdür görevine atanan kişinin, konusunda uzman ve yeterli yöneticilik tecrübesine sahip olması gerekir.
- 6-5-2) İcra başkanı/ genel müdür şirket dışında başka herhangi bir görev üstlenemez. Ancak, icra başkanı/genel müdür şirketin çıkarlarını koruyabilmek için şirketin yönetim ve sermaye bağı bulunan kuruluşlarında yönetim kurulu üyesi veya yönetici olarak görev alabilir.
- 6-6) Yöneticiler görevlerini yerine getirirken mevzuata, esas sözleşmeye, şirket içi düzenlemelere ve politikalara uyarlar; yapılan işlerin bunlara uygunluğu ile ilgili olarak her ay yönetim kuruluna rapor verirler.

6-7) Yöneticiler, şirket hakkındaki gizli kamuya açık olmayan bilgiyi kendileri veya başkaları lehine kullanamazlar, şirket hakkında yalan, yanlış, yanıltıcı, mesnetsiz bilgi veremez, haber yayamaz ve yorum yapamazlar.

6-8) Yöneticiler, şirket işleri ile ilgili olarak doğrudan veya dolaylı hediye kabul etmezler, haksız menfaat sağlamazlar.

6-9) Yöneticilere verilecek ücret, kişilerin nitelikleriyle ve şirketin başarısına yaptıkları katkı ile orantılı olur. Bu kişilere verilecek ücret, piyasa koşullarına göre belirlenir.

6-10) Sermaye piyasası mevzuatı, sigortacılık mevzuatı, bankacılık mevzuatı, kara paranın aklanmasının önlenmesine dair mevzuat ile ödünç para verme işleri hakkında mevzuata aykırılıktan ve/veya taksirli suçlar hariç olmak üzere affa uğramış olsalar dahi ağır hapis veya beş yıldan fazla hapis yahut zimmet, nitelikli zimmet, irtikap, rüşvet, hırsızlık, dolandırıcılık, sahtecilik, inancı kötüye kullanma, dolanlı iflas gibi yüz kızartıcı suçlar ile istimal ve istihlak kaçakçılığı dışında kaçakçılık suçları; resmi ihale ve alım satımlara fesat karıştırma veya devlet sırlarını açığa vurma, vergi kaçakçılığı veya vergi kaçakçılığına teşebbüs ya da iştirak suçlarından dolayı hüküm giymiş olanlar yönetici olamaz.

KAYNAKÇA

- A.Agrawal ,J.F. Jaffe and G.N.Mandelker (1992), The Post - Merger Performance of Acquiring Firms: A Reexamination of an Anomaly,Journal of Finance.
- A.Balic, N.Bradley (2005), Corporate Governance: Turkish Transparency and Disclosure Survey, forthcoming.
- Admati A.,P.Pfleiderer,J.Zechner (1994), Large Shareholder Activism, Risk Sharing and Financial Market Equilibrium,Journal Of Political Economy.
- Amihud Y., M.Murgia (1997), Dividends, Taxes and Signaling:Evidence from Germany, Journal of Finance.
- Asquith P.,D.W. Mullins (1983), The Impact of Initiating Dividend Payments on Shareholder's Wealth, Journal of Business.
- Barro J.R and R.J.Barro (1990), Pay, Performance and Turnover of Banks CEOs, Journal of Labor Economics.
- Becht,Marco and C.Mayer (2001), Introduction, in Barca and Becht(eds),The Control of Corporate Europe,Oxford University Press.
- Benartzi S.,R.Michaely and R.Thaler (1997), Do Changes in Dividends Signal the Future or the Past, Journal of Finance.
- Berghe,L.van den (2002), Corporate Governance in a Globalising World: Convergence or Divergence? A European Prespective, Kluwer Academic Publishers.
- Berle A.and G.Means (1932), The Modern Corporation and Private Property, Commerce Clearing House.
- Bernheim D., A. Wantz (1995), A Taxed Based Test of the Dividend Signaling Hypothesis, American Economic Review.
- Bhagat, Sanjai,A. Shleifer and R.Vishny(1990), Hostile Takeovers in 1980's:Return to Corporation Specialization, Brooking Papers on Economic Activity.
- Bolton,Patrick,E. Von Thadden(1998a), Blocks,Liquidity and Corporate Control, Journal of Finance.
- Bolton,Patrick,E.Von Thadden(1998b),Liquidity and Control: A Dynamic Theory of Corporate Ownership Structure, Journal of Institutional and Theoretical Economics.
- Bothwell,James I.(1980), Profitability, Risk and the Seperation of Ownership and Control,Journal of Industrial Economics.
- Boudreaux, K,J(1973), Managerialism and Risk-Return Performance, Southern Economic Journal.

- Bradley, M., G.Jarrel and E.H.Kim (1984), On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence, *Journal of Finance*.
- Brickley J. (1983), Shareholders Wealth, Information Signaling and Specially Designated Dividend, *Journal of Financial Economics*.
- Burkart, Mike, D.Gromb, F.Panunzi (1997), Large shareholders, Monitoring and the Value of The Firm, *Quarterly Journal of Economics*.
- Cable J.R.(1985), Capital Market Information and Industrial Performance, *Economic Journal*.
- Charest G.(1978), Dividend Information, Stock Returns and Market Efficiency, *Journal of Financial Economics*.
- Christie W., V.Nanda (1994), Free Cash Flow, Shareholder Value and the Undistributed Profits of 1936 and 1937, *Journal of Finance*.
- Coase R.(1937), The Nature of The Firm, *Economica*.
- Canyon M.J. and D.Leech (1993), Top Pay, Company Performance and Corporate Governance, *Warwick Economic Research Papers*.
- Cosh, A and A.Hughes (1989), Ownership, Management Incentives and Company Performance, *University of Cambridge*.
- Coughlin A.T. and R.Schmidt (1985), Executive Compensation, Management Turnover and Firm Performance: An Empirical Investigation, *Journal of Accounting and Economics*.
- DeAngelo H. And L.DeAngelo and D.Skinner (1996), Reversal of Fortune, Dividend Signaling and Disappearance of Sustained Earning Growth, *Journal of Financial Economics*.
- DeAngelo H., DeAngelo L.(1990), Dividend Policy and Financial Distress, *Journal of Finance*.
- Demirgüç, Kunt, Maksimovic (1998), Law, Finance and Firm Growth, *Journal of Finance*.
- Demsetz, Harold and Kenneth Lehn (1985), The Structure of Corporate Ownership, *Journal of Political Economy*.
- Dewatripont and Maskin (1995), Credit Efficiency in Centralized and Decentralized Economies, *Review of Economic Studies*.
- Diamond D.(1984), Financial Intermediation as Delegated Monitoring, *Review of Economic Studies*.
- Diamond, Douglas and R.Verrecchia (1982), Optimal Managerial Contracts and Equilibrium Security Prices, *Journal of Finance*.

- Fama, E. F. (1980) , Agency Problems and the Theory of the Firm, Journal of Political Economy.
- Fama, Eugene and M.Jensen(1983a), Separation of Ownership and Control, Journal of Law and Economics.
- Fazzari S., G.Hubbard, R. Petersen (1988), Financing Constraints and Corporate Borrowing, Brookings Papers on Economic Activity.
- Franklin Allen, Roni Michaely(2002), Pay Out Policy, The Wharton School, University of Pennsylvania Press.
- Franks J. and C.Mayer (1995), Ownership and Control, Mohr (Siebeck).
- Franks J.R.and R.S.Harris (1989), Shareholder Wealth Effects of Corporate Takeovers: The UK Experience 1955-85, Journal of Financial Economics.
- Franks, Julian and C.Mayer (1996), Hostile Takeovers and the Correction of Managerial Failure, Journal of Financial Economics.
- Gonedes N. (1978), Corporate Signaling, External Accounting and Capital Market Equilibrium, Journal of Accounting Research.
- Gorton G. And F.A.Schmid (1996), Universal Banking and the Performance of German Firms, NBER.
- Gregg P., S. Machin and S.Szymanski (1993), The Disappearing Relationship Btw Director's Pay and Corporate Performance, British Journal of Industrial Relations.
- Grossman, S and O. Hart (1980), Takeover Bids, the Free Rider Problem and the Theory of the Corporation, Bell Journal Of Economics.
- Grossman,S and O.Hart (1982), Corporate Financial Structure and Managerial Incentives, University of Chicago Press.
- Gugler K. (2001), Corporate Governance and Economic Performance,Oxford University Press.
- Gugler K. And B.Yurtoglu (2003), Corporate Governance and Dividend Pay-Out Policy in Germany,European Economic Review.
- Hall B. and D. Weinstein (1996), The Myth of the Patient Japanese:Corporate Myopia and Financial Distress in Japan and the U.S.A., NBER.
- Hall B.H.and J.Liebman(1997), Are CEO s Really Paid like Bureaucrats? NBER.
- Handjinicolaou G., A.Kalay (1984), Wealth Redistributions or Changes in Firm Value, Journal of Financial Economics.

Hayashi F.(1997), The Main Bank System and Corporate Investment: An Empirical Reassessment, NBER.

Healy P., K. Palepu (1988), Earnings Information Conveyed by Dividend Initiation and Omissions, Journal of Financial Economics.

Healy, Paul,K.Palepu, R.Ruback(1997), Which Takeovers are Profitable? Strategic or Financial?, Sloan Management Review.

Healy, Paul, K. Palepu, R. Ruback (1992), Does Corporate Performance Improve After Mergers? Journal of Financial Economics.

Hellwig M. (1991), Banking, Financial Intermediation and Corporate Finance, Cambridge University Press.

Higson C. and J. Elliott (1998), Post-Takeover Returns: The UK Evidence, Journal of Empirical Finance.

Himmelberg C. P., R. H. Glenn and Darius P.(1999), Understanding the Determinants of Managerial Ownership and the Link btw Ownerhip and Performance, Journal of Financial Economics.

Holderness, Clifford G. and Dennis P.S.(1988), The Role of Majority Shareholder in Publicly Held Corporations, Journal of Financial Economics.

Holl P. (1975) Effect of Control Type on the Performance of the Firm in the U.K, Journal of Industrial Economics.

Holl P.(1977) Control Type and the Market for Corporate Control in Large U.S. Corporations, Journal of Industrial Economics.

Holl P.(1980) Control Type and the Market for Corporate Control:Reply, Journal of Industrial Economics.

Holmstrom,Bengt and J.Tirol(1993), Market liquidity and Performance Monitoring, Journal of Political Economy.

Hoshi T.,A. Kashyap and D.Scharfstein(1990), Bank Monitoring and Investment, University of Chicago Press.

Hoshi, Takeo, A. Kashyap and D. Scharfstein (1990) , The Role of Banks in Reducing the Cost of Financial Distress in Japan, Journal of Financial Economics.

Jacquemin A, E.Ghellinck (1980) Familial Control, Size and Performance in the Largest French Firms, European Economic Review.

Jarrell G.A. ve A.B.Poulsen (1987), Shark Repellents and Stock Prices:The Effects of Antitakeover Amendments Since 1980, Journal of Financial Economics.

Jensen M. (1986), Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers, American Economic Review.

Jensen M.(1991), Corporate Control and the Politics of Finance, Journal of Applied Corporate Finance.

Jensen M.(1993), The Modern Industrial Revolution, Exit and Failure of Internal Control Systems, Journal of Finance.

Jensen M. and K. Murphy (1990), Performance Pay and Top Management Incentives, Journal of Political Economy.

Jensen M. and R. Ruback (1983), The Market for Corporate Control, Scientific Evidence, Journal of Financial Economics.

Jensen M. and W. Meckling (1976), The Theory of Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure, Journal of Financial Economics.

Jensen, Michael (1989), The Eclipse of the Public Corporation, Harvard Business Review.

Kalay A.(1982b), Stockholder-Bondholder Conflict and Dividend Constraint, Journal of Financial Economics.

Kamerschen D. R. (1968) , The Influence of Ownership and Control on Profit Rates, American Economic Review.

Kang J.K.and A.Shivdasani (1995), Firm Performance, Corporate Governance and Top Executive Turnover in Japan, Journal of Financial Economics.

Kaplan S.and M.Weisbach (1991), The Success of Acquisition: Evidence from Divestitures, Journal of Finance.

Kaplan Steven (1989), The Effects of Management Buyouts on Operating Performance and Value, Journal of Financial Economics.

Kaplan, Steven, B.A.Minton (1994), Appointments of Outsiders to Japanese Boards, Journal of Financial Economics.

King, Levine (1993), Financial Intermediation and Economic Development,in C. Mayer and X. Vives(eds), Capital Markets and Financial Intermediation, Cambridge University Press.

Kole (1997), The Complexity of Compensation Contracts, Journal of Financial Economics

La Porta R ., F.Silanes, A. Shleifer, R.Vishny(1997), Legal Determinants of External Finance, Journal of Finance

La Porta R., F. Silanes, A. Shleifer, R.Vishny (2000), Agency Problems and Dividend Policy Around the World, Journal of Finance.

- La Porta R., F. Silanes, A. Shleifer, R. Vishny (1998), Law and Finance, Journal of Political Economy.
- Lang L., R. Litzenberger (1989), Dividend Announcements: Cash Flow Signaling vs. Free Cash Flow Hypothesis, Journal of Financial Economics.
- Leech D., J. Leahy (1991), Ownership Structure, Control Type Classification and the Performance of Large British Companies, Economic Journal.
- Levin S. G. and S. L. Levin (1982), Ownership and Control of Large Industrial Firms, Review of Business and Economic Research.
- Levine and Zervos (1998), Stock Markets, Banks and Economic Growth, American Economic Review.
- Lie E.(2000), Excess Funds and the Agency Problems: Review of Financial Studies.
- Lintner, J. (1956), Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings and Taxes, American Economic Review.
- Long M. and I. Malitz (1985), The Investment - Financing Nexus, Midland Corporate Finance Journal.
- Main B. M. G, A. Bruce and T.Buck (1994), Total Board Remuneration, Managerial and Decision Economics.
- Manne H.(1965), Merger and the Market for Corporate Control, Journal of Political Economy.
- Mayer C. (1990), Financial Systems, Corporate Finance and Economic Development, University of Chicago Press.
- Mayer C. (1988), New Issues in Corporate Finance, European Economic Review.
- Mc Connel J. J. and H. Servaes (1990), Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value, Journal of Financial Economics.
- McKinsey and Co. (2000), Investor Protection Survey.
- Michaely R., R.Thaler, K.Womack(1995), Price Reactions to Dividend Initiations and Omissions:Overreaction or Drift, Journal of Finance.
- Mikkelson W. H., M. M. Partch, K. Shah (1997), Ownership and Operating Performance of Companies that Go Public, Journal of Financial Economics.
- Monsen R., J. S. Chiu and D. E. Cooley (1968), The Effect of Separation of Ownership and Control on the Performance of the Large Firm, Quarterly Journal of Economics.
- Morck R., A. Shleifer, R. Vishny (1988a), Management Ownership and Market Valuation, Journal of Financial Economics.

Murali R. and J. B. Welch (1989), Agents, Owners, Control and Performance, Journal of Business Finance and Accounting.

Murphy (1985), Corporate Performance and Managerial Remuneration: Journal of Accounting and Economics.

Myers S. (1977), Determinants of Corporate Borrowing, Journal of Financial Economics.

Myers S. and N. S. Majluf (1984), Corporate Finance and Investment Decisions When Firms have Information That Investors Do Not Have, Journal of Financial Economics.

Nissim D. And A. Ziv (2001), Dividend Changes and Future Profitability, Journal of Finance.

Ofer A., D. R. Siegel (1987), Corporate Financial Policy, Information and Market Expectations, Journal of Finance.

Palmer J., (1973), The Profit-Performance Effects of the Separation of Ownership from Control in Large U.S. Industrial Corporations, Bell Journal of Economics.

Penman S. H. (1983), The Predictive Content of Earnings Forecast and Dividends, Journal of Finance.

Pettit R. R. (1972), Dividend Announcements, Security Performance and Capital Market Efficiency, Journal of Finance.

Prowse, Stephen (1992), The Structure of Corporate Ownership in Japan, Journal of Finance.

Prowse, Stephen (1995), Corporate Governance in an International Perspective: Financial Markets, Institutions and Instruments.

Radice H. K. (1971), Control Type, Profitability and Growth in Large Firms, Economic Journal.

Rajan R. (1992), Insiders and Outsiders: The Choice between Relationship and Arm's Length Debt, Journal of Finance.

Rajan R. and L. Zingales (1998), Financial Dependence and Growth, American Economic Review.

Roe M. J. (2000), Political Foundations for Separating Ownership from Control, Stanford Law Review.

Round D. K. (1976), The Effect of the Separation of Ownership and Control on Large Firm Profit Rates in Australia, Rivista Internazionale Di Scienze Economiche e Commercial.

S.Paksoy, E.Aziz, Corporate Governance in Turkey, Paksoy Law Firm, www.paksoy.av.tr.

Schneider E. (1992), Corporate Control in Germany, Oxford Review of Economics Policy.

Sermaye Piyasası Kurulu, Kurumsal Yönetim İlkeleri, www.spk.gov.tr.

Servaes H. (1991), Tobins Q and the Gains from Takeovers, *Journal of Finance*.

Sharpe S. (1990), Asymetric Information, Bank Lending and Implicit Contracts: *Journal of Finance*.

Shleifer A. and R.Vishny (1997), A Survey of Corporate Governance, *Journal of Finance*.

Shleifer A. and R.Vishny (1986), Large Shareholders and Corporate Control, *Journal of Political Economy*.

Short, H. (1994), Ownership, Control, Financial Structure and Performance of Firms, *Journal of Economic Surveys*.

Sorensen R.(1974), The Separation of Ownership and Control and Firm Performance, *Southern Economic Journal*.

Stano M. (1976), Monopoly Power , Ownership Control and Corporate Performance, *Bell Journal of Economics*.

Steer P. and J.Cable (1978), International Organisation and Profit , *Journal of Industrial Economics*.

Stiglitz J. (1985), Credit Markets and the Control of Capital, *Journal of Money, Credit and Banking*.

Von Thadden L. (1992), The Commitment of Finance, Duplicated Monitoring and the Investment Horizon CEPR Network in Financial Market.

Ware R. F. (1975), Performance of Manager versus Owner-Controlled Firms in the Food and Beverage Industry, *Quarterly Review of Economics and Business*.

Watts R. (1973), The Information Content of Dividends, *Journal of Business*.

Weisbach M. (1988), Outside Directors and CEO Turnover, *Journal of Financial Economics*.

Weinstein D. and Y.Yafeh (1998), On the Cost of a Bank-Centered Financial System, *Journal of Finance*.

Xavier Vives (2000), *Corporate Governance :Theoretical and Empirical Perspectives*, Cambridge University Press.

Yoon P. S. and L. Starks (1995), Signaling, Investment Opportunities and Dividend Announcements, *Review of Financial Studies*.

Yurtoglu, B. (2000), Ownership, Control, and Performance of Turkish Listed Companies, *Empirica*.

Yurtoglu B. (2001), "Turkey" in Gugler K.(eds), Corporate Governance and Economic Performance, Oxford University Press.

Zeckhauser R. J., J. Pound(1990), Are Large Shareholders Effective Monitors?An Investigation of Share Ownership and Corporate Performance, in Hubbard.

Zingales, Luigi (1994), The Value of the Voting Right.A Study of Milan Exchange, Review of Financial Studies.

