

Working Paper Series

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 'Kurumsal Yönetim' konulu tebliğleri ile ilgili genel değerlendirme ve yorum

22. 02.2012

Melsa Ararat
B.Burçin Yurtoğlu
Working paper CGFT-WP-2012.01
DoI: 10.5900/SU_SO

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 'Kurumsal Yönetim' konulu tebliğleri ile ilgili genel değerlendirme ve yorumuⁱ

Melsa Araratⁱⁱ, B.Burçin Yurtoğluⁱⁱⁱ

İletişim: Melsa Ararat, Sabancı Üniversitesi, E-mail: melsaararat@sabanciuniv.edu

Özet

Sermaye Piyasası Kurulu 30 Aralık 2011 ve 11 Şubat 2012 tarihlerinde yayınladığı Seri IV, No: 56 ve 57 sayılı tebliğlerle 2003 yılında 'uy yada açıkla' yaklaşımı ile yayınladığı Kurumsal Yönetim İlkeleri'ni yeniledi ve ilkelerin bir kısmını 654 sayılı kanun hükmündeki kararnamenin kendisine verdiği yetkilere dayanarak halka açık şirketler için uyulması zorunlu kurallar haline getirdi. Bu makale, reform niteliğindeki bu değişikliklerin uluslararası alanda geniş çapta kabul görmüş kurumsal bir çatı ve diğer gelişmekte olan piyasalarda elde edilmiş görgün sonuçlar ışığında değerlendirilmesi ve yorumlanması amacıyla yazılmıştır.

Anahtar Kelimeler: Kurumsal yönetim kodları, yönetim kurulları, kurumsal yatırımcılar, kontrol edilen şirketler

JEL: G32, G34

ⁱ Bu makale Ekim-11 Şubat arasında birbiri ardınan yayınlanan Tebliğ ve açıklamalarla sıklıkla değiştirilmek zorunda kaldı. Bu süreçte makalemizdeki değişiklikleri tekrar tekrar gözden geçirerek değerli eleştiri ve değerlendirmelerini esirgemeyen öğretim üyesi ve hukukçu Muzaffer Eroğlu'na, hukukçu Esin Taboğlu ve Onur Ergun'a, profesyonel YK üyesi Füsün Akkal Bozok'a teşekkürü bir borç biliriz

ⁱⁱ Sabancı Üniversitesi Yönetim Bilimleri Fakültesi öğretim üyesi ve Kurumsal Yönetim Forumu direktörü. 2003'de SPK Kurumsal Yönetim İlkeleri'ni geliştiren komitede yer aldı. 'IFC' Küresel Kurumsal Yönetim Araştırma Ağı Koordinatörü, Uluslararası Kurumsal Yönetim Ağı ('ICGN') İş Etiği Komisyonu Üyesi, 'Business Europe' Şirket Hukuku Komitesi üyesi.

ⁱⁱⁱ WHU - Otto Beisheim School of Management'da Kurumsal Finans ('Corporate Finance') Kürsüsü başkanı ve Sabancı Üniversitesi Kurumsal Yönetim Forumunun üyesi. Kurumsal Yönetim, Kurumsal Finans ve Endüstri Ekonomisi alanında ve halka açık şirketlerin paysahipliği yapılarının şirket başarımı ile ilişkisi konusunda çok sayıda yayını bulunmaktadır.

Arka Plan

İlk defa 1976'da 'SEC'in¹ reform gündeminde yer alarak sermaye piyasaları düzenlemelerine giren 'Kurumsal Yönetim'² kavramı, başlangıçta sermayenin yaygınlaşmasının sonucu olarak pay sahipleri ile yöneticilerin ayrışması ile ortaya çıkan hesap verebilirlik sorunlarını ele aldı.³ *Kurumsal yönetim* (KY), uluslararası kurumsal ('institutional') yatırımcıların büyük kayıplar yaşadığı Asya finansal krizinin ardından gelişmekte olan ülkelere dış sermaye akışını arttırmaya, yatırımcı haklarını korumaya ve sermaye piyasalarını geliştirmeye yönelik reformların merkezinde yer aldı. Sermayenin dağıtık olmadığı ve pay sahipliği ile yönetimin yüksek oranda örtüştüğü ülkelerdeki bu reformlar yöneticilerden çok şirketleri kontrol eden pay sahiplerinin şirket değerini olumsuz etkileyecek tasarruflarını engelleyici önlem ve kurallara odaklandı. Bu dönemdeki reformların ana ekseninde pay sahipliği değerinin ('shareholder value') ençoklanması ve azlık pay sahibi yatırımcıların haklarının korunması yatmakta idi.

Pek çok ülkede reformlar ABD modelinden farklılaşarak uyulması zorunlu yasa ve kurallar yerine yatırımcıların bilgilendirilmesi yoluyla piyasaların şirket davranışlarını etkilemesini hedefleyen düzenlemelere dayandı. Bu yaklaşımın bir nedeni yasaların birbirleriyle ilişkili olması nedeniyle kısa vadede değiştirilmelerinin zorluğu, bir diğeri ise piyasa mekanizmalarını harekete geçirerek reformların daha az tepki çekeceği düşüncesiydi. Türkiye'de de 2003 yılında SPK tarafından yayınlanan Kurumsal Yönetim İlkeleri (KYİ), payları İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda (İMKB) işlem gören şirketlere uymaları önerilen ve uymamaları halinde neden uyulmadığının açıklanması istenen bir dizi uygulamayı içermekteydi.⁴ Aynı yıl büyük şirketlerin sivil örgütü Türk Sanayicileri ve İşadamları Derneği'nin (TÜSİAD) de benzer ilkeleri içeren bir KY ilkeleri seti yayınlamış olmasına rağmen şirketlerin KYİ'ni dikkate almamaları SPK'nın 2005 yılında 'Kurumsal Yönetim Uyum Raporu' standardını geliştirmesine ve bu raporun şirketlerin faaliyet raporlarının içinde yer almasını zorunlu tutmasına yol açtı. 'Uy yada açıkla' yaklaşımı olarak da adlandırılan bu yaklaşım benimsendiği gelişmekte olan ülkelerin çoğunda ve sermayenin Anglosakson⁵ ülkelere oranla daha az dağıtık

¹ SEC (Securities and Exchange Commission): ABD'de sermaye piyasalarını düzenleyen otorite.

² Her ne kadar 'Corporate Governance' (şirket yönetkisi veya şirket yönetişimi) teriminin Türkçe karşılığı olarak *kurumsal yönetim* teriminin kullanılmasını 'kurumsallaşma'yı çağrıştırmaması ve yönetim ('management') kavramı ile karıştırılabilmesi nedeniyle yanıltıcı bulsak da bu makalede okuma kolaylığı açısından terimln yasalarda geçen tercümesi ile tutarlı olarak *kurumsal yönetim* terimini kullanacağız.

³ Bu ayrışmanın yarattığı asil vekil sorunu için bakınız: Jensen ve Meckling (1976), gelişmiş ülkelerdeki KY reformları tarihi için bakınız Cheffins (2010)

⁴ Bu ilkeler çoğu diğer ülkelerde olduğu gibi büyük ölçüde gelişmiş piyasaların deneyimlerine dayanarak geliştirilmiş olan OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri'nden esinlenmiş olmakla beraber gelişmekte olan ülkelerdeki (örneğin Güney Afrika) bazı özgün uygulamaları da içermiştir.

⁵ Anglosakson hukuk sistemine sahip ülkeler.

olduğu Kıta Avrupası ülkelerinde bir davranış değişikliğine yol açmadı.⁶ Araştırmalar Avrupa şirketlerinin sadece yüzde 23'ünün ulusal kodların uyum zorunluluğu olmayan hükümlerine tatmin edici bir düzeyde uyduğunu, dahası geri kalan şirketlerin bu kodlara uymama ile ilgili açıklamalarının çoğunluğunun yetersiz olduğunu göstermekte.⁷ Araştırmalar ayrıca piyasa oyuncularının KY kodlarının uygulama etkinliğini azaltan en önemli faktör olarak Kıta Avrupası ülkelerinde kontrol eden pay sahiplerinin varlığı olduğunu düşündüklerine işaret etmektedir. Nitekim istisnai olarak KY kodlarına uyumun etkin ve tatmin edici olduğu iki ülke Birleşik Krallık ve Hollanda'da kontrol eden ortakların sık görülmemesi ve pay sahipliğinin dağıtık olması bu bulguyu desteklemektedir.

SPK'nın gerçekleştirdiği anketler ve diğer araştırmacıların çalışmaları Türkiye'de de KYİ'ne uyumun beklenenin çok altında kaldığını göstermektedir.⁸ Tesbitlere göre şirketler hem KYİ'ne uymamışlar hem de uymama nedenlerinin açıklanması konusunda da beklenen özeni göstermemişlerdir. Bazı raporlarda uymama nedeni olarak 'ilkelere uymanın zorunlu olmaması' dahi belirtilmektedir. 'Uy yada açıkla, sonuç değişmediği sürece' adlı makalede (Ararat, 2010) tarafından ele alınan bu durumun aileler tarafından kontrol edilen iş grupları özelindeki zayıf dinamikleri ise Üsdiken ve Yıldırım-Öktem (2010) tarafından incelenmiştir.

Hukuk yazınında esnek yasa ('soft law') olarak adlandırılan 'uy yada açıkla' yaklaşımının etkin olmamasının sebepleri arasında kodların çoğu ülkede yasal dayanağının olmaması veya şirket yasaları ile çelişmesinin yer aldığı sıklıkla dile getirilmiştir.⁹ 1 Temmuz 2012 de yürürlüğe girecek olan Yeni Ticaret Kanunu (YTK) Türkiye'de bu konu ile ilgili sorunları büyük ölçüde gidermiş ve "*sermaye piyasasında kurumsal yönetim ilkelerini tespit ve ilan etmek, ...şirketlerin... kurumsal yönetim ilkelerine kısmen veya tamamen uymalarını zorunlu tutmak*" yetkisini SPK'nın görev ve yetkileri arasına ekleyen 654 sayılı Kanun Hükmünde Kararname ile de bu çatışmalar en aza indirilmiştir.

2008 yılında başlayan küresel kriz, finansal sermayeye erişim konusunu, dolayısıyla KY' tekrar düzenleyicilerin gündemine getirerek gerek ABD'de gerek Avrupa Birliği'nde (AB) yeni yasa ve düzenlemelerin önünü açtı.¹⁰ Ancak bu kez reform girişimlerinin amacında son gelişmeler nedeniyle itibar kaybeden pay değerinin ençoklanması değil şirketlerin uzun vadeli olarak değer yaratmaları, ekonomik kalkınma ve toplumsal refaha katkıda bulunmaları yer almaktaydı.¹¹ Türkiye'de de sermaye piyasalarını düzenleyici otorite olan SPK, 11 Ekim 2011 tarihinde bazı KY

⁶ Avrupa Birliği ülkelerindeki uygulama yetersizlikleri için bakınız EC(2011).

⁷ Bakınız Risk Metrics Group'un (2009) Avrupa Komisyonu için yaptığı çalışmanın raporu.

⁸ Bakınız

<http://www.spk.gov.tr/indexcont.aspx?action=showpage&menuid=10&pid=3&submenuheader=-1>

⁹ Türkiye özelinde bakınız Uğur ve Ararat (2006).

¹⁰ Örneğin ABD'de Dodd-Frank yasası. Erişim: <http://www.sec.gov/about/laws/wallstreetreform-cpa.pdf>

¹¹ Kısa dönemli pay değerini ençoklamasına odaklanan teşvik sistemlerinin krizle ilişkisi konusunda bakınız Bebchuk ve Fried (2009)

uygulamalarını sınırlı sayıda büyük şirket için zorunlu hale getiren bir tebliğ yayınladı. Ancak kısa bir süre içinde bu tebliği yürürlükten kaldırarak, hem tüm İMKB şirketlerini kapsayan, hem de yeni kurallar içeren yeni bir tebliği yürürlüğe koydu. 30 Aralık 2011 tarihinde Resmi Gazete’de yayınlanarak yürürlüğe giren “Kurumsal Yönetim İlkelerinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ” (Seri-IV, Sayı-56) hem bu gelişmeler doğrultusunda hem de Türk hükümetinin İstanbul’u bir finans merkezi yapma hedefi açısından önemli ve radikal bir adım olarak değerlendirilmelidir. SPK’nın bu tebliği uluslararası kurumsal yatırımcıların Türkiye’deki KY normları konusundaki eleştirilerini dikkate alan uygulamaları kapsamına ve uluslararası kurumsal yatırımcılar tarafından olumlu değerlendirilmesine rağmen kontrol eden pay sahiplerinin şiddetli tepkisiyle karşılaştı.¹² TÜSİAD ve Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği (TKYD) gibi iş dünyasının sivil örgütleri¹³, köşe yazarları ve basın açıklamaları aracılığı ile ifade edilen bu tepkilere karşı SPK 11 Şubat 2012 tarihinde yayınladığı ‘Kurumsal Yönetim İlkeleri’nin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Tebliğ (Seri: IV, No: 56)’de Değişiklik Yapılmasına İlişkin Tebliğ (Seri: IV, No: 57)’ ile bu tepkilere yanıt olarak bazı kuralları yumuşattı, ancak tebliğin özüne dokunmadı.

Bu yorumun amacı Tebliğler¹⁴ ile gelen değişiklikleri bilimsel veriler ve gözlemlere dayanarak bağımsız bir perspektiften değerlendirmek ve Tebliğler’in uygulanmasına ilişkin tartışmalara katkı sağlamaktır.

Tebliğler’le gelen değişiklikler

Tebliğler’le gelen önemli değişikliklerin özü aşağıdaki gibi özetlenebilir:

- KYI’nden bazıları ‘uy ya da açıkla’ yaklaşımı dışına çıkartılmakta ve payları İMKB’de işlem gören halka açık şirketler tarafından uyulması zorunlu hale getirilmektedir.
- Uyma zorunluluğu getirilen maddeler esasen yönetim kurullarının (YK) ve genel kurulların (GK) etkinliğini bağımsız yönetim kurulu üyeleri eliyle ve pay sahipliği haklarının kullanılmasını kolaylaştıracak düzenlemeler marifetiyle arttırmaya yöneliktir.

Düzenlemelerin amacı ‘özel sektör ve kamuda faaliyet gösteren tüm anonim şirketlerin faaliyetlerini uluslararası standartlarda sürdürebilmelerine ve böylece daha etkin ve şeffaf bir yönetim anlayışıyla uluslararası finans kaynaklarından daha rahat ve ucuz maliyetle faydalanabilmelerine katkıda bulunacak bir yönetim anlayışı

¹² Bu tepkiler SPK başkanının tebliğleri bir ateşe benzetmesine yol açtı. Bakınız: <http://www.youtube.com/watch?v=xNzoiychThk>

¹³ TÜSİAD görüşü için bakınız: http://www.tusiad.org/_rsc/shared/file/Kurumsal-Yonetim-Ilkelerinin-Belirlenmesine-ve-Uygulanmasına-iliskin-Tebliğe-dair-TUSIAD-Gorusu.pdf

¹⁴ SPK’nın Seri-IV, No:56 ve Ser:IV, No:57 sayılı tebliğleri bu makalede birlikte Tebliğler olarak anılacaktır.

getirmek' şeklinde açıklanmıştır¹⁵ Tebliğler bu amaca şirket organlarının (YK ve GK) etkinleştirilmesi yoluyla **şirket varlıkları üzerindeki tasarrufların ve ilişkili partiler arasında işlemlerin daha yakından kontrolünün sağlanması ile ulaşmaya çalışmaktadır.**

YK'larının etkinliğini arttırmak için üç araç öngörülmektedir;

- **YK'nun icradan (yöneticilerden) ve kontrol eden pay sahiplerinden bağımsızlığının temini.**

Bu amaca yönelik olarak Tebliğler YK'nun çoğunluğu icrada görev almayan en az beş üyeden oluşmasını öngörmektedir. Bunun yanı sıra Tebliğler uyarınca İMKB şirketleri piyasa değeri ortalamaları ve fiili dolaşımdaki paylarının piyasa değeri ortalamalarına göre üç gruba ayrılmakta, ilk iki gruptaki şirketlerin YK'larının en az üçte birinin, 'üçüncü grup şirketlerde ise en az iki üyenin bağımsız olması zorunlu hale gelmektedir. 2012 itibarıyla SPK tarafından ilk iki gruba dahil edilen şirketlerin sayısı 46 olup, **ilk sene için uygulama dışında bırakılan bankalar** çıkartıldığında bu sayı 35'tir. 'Sistemik risklerin azaltılabilmesi amacıyla' ilk grupta yer alan şirketlerin bağımsız üye adaylarının ayrıca bağımsızlık kriterleri açısından SPK'dan onay alması da öngörülmektedir. 2012 yılında bu grupta bankalar hariç 17 şirket bulunmaktadır.

- **Bağımsız üyelere farklılaştırılmış sorumluluklar ve yetkiler verilmesi.**

Tebliğler genel kurul tarafından onaylanması gerekse dahi önemli işlemlerin bağımsız üyelerin çoğunluğu tarafından onaylanmasını ve bağımsız üyelerin onayını alamayan işlemlerin kamuya duyurulması ve uygulanabilmesi için genel kurul onayına sunulmasını öngörmektedir. Tebliğler, şirketlerin varlıklarının tümünü veya önemli bir bölümünü devretmesi veya üzerinde aynı hak tesis etmesi veya kiraya vermesi, önemli bir varlığı devir alması veya kiralaması, imtiyaz öngörmesi veya mevcut imtiyazların kapsam veya konusunu değiştirmesi, borsa kotundan çıkması ile ilgili işlemlerini önemli nitelikte işlem olarak saymaktadır.

- **Bağımsız üyelerin başkanlığında yeni YK komitelerinin oluşturulması.**

Bu çerçevede Tebliğler daha önceki dönemde kurulması zorunlu olan Denetim Komitesi'nin tamamının bağımsız üyelerden oluşmasını öngörmekte ve Kurumsal Komitesi'nin kurulmasını da zorunlu kılmaktadır. Ayrıca YK'na Aday Gösterme, Ücretlendirme ve Riskin Erken Saptanması komitelerinin kurulmasını veya bu komitelerin işlevlerinin Kurumsal Yönetim Komitesi tarafından üstlenilmesini ve bu komitelerin başkanlarının bağımsız üyelerden seçilmesi öngörülmektedir.

¹⁵ Bakınız : SPK'nın 30 Aralık 2012 tarihli duyurusu. Erişim:

<http://www.spk.gov.tr/duyurugoster.aspx?aid=20111230&subid=0&ct=c>

GK'larının etkinliği arttırmaya yönelik olarak öngörölen uygulamaların belli başlıları şunlardır:

- **GK duyurularının toplantı tarihinden en az 3 hafta önceden gündemle ilgili bilgileri de içerecek şekilde en etkin yollarla duyurulması**
Tebliğler'le bu alanda gelen en radikal değişiklik yönetim kurulu adaylarına ilişkin bilgilerin genel kurul toplantı ilanının yapıldığı tarihten sonraki bir hafta içerisinde YK tarafından açıklanması zorunluluğudur. Bu zorunluluk ile YK adaylarının açıklanması sorumluluğu aday gösterme imtiyazına sahip olsa dahi hesap verme yükümlülüğu olmayan pay sahipleri yerine YK'na verilmektedir.
- **Borsada işlem gören payların sahiplerine bağımsız YK üyesi adaylarını olumsuzlama olanağı tanınması**
Birlikli oy uygulamasının tersinden uygulanması olarak nitelendirilebilecek bu hüküm sermayenin en az yüzde birini temsil eden küçük yatırımcıların bir bağımsız üye adayı için olumsuz oy kullanmaları ve bu adayın bağımsız üye olarak seçilmesi halinde adayın bağımsızlığı ile ilgili olmak kaydıyla genel kurul toplantı tarihinden itibaren 30 gün içinde SPK'ya yapılacak başvuru üzerine SPK'ya konuyu 'karara bağlama' yetkisi vermektedir.¹⁶
- **Önemli kararların genel kurul onayına sunulması.**
Tebliğler KY açısından önemli sayılacak işlemlerin bağımsız üyelerin çoğunluğu tarafından onaylamasını öngörmekte, bu onaydan geçmeyen önemli kararların uygulanabilmesini ise kamuya bu konuda yapılacak duyurunun ardından genel kurulda onaylanma şartına bağlamaktadır. Bağımsız üyelerin çoğunluğu tarafından onaylanmayan işlemler genel kurul tarafından onaylanmadıkları takdirde YK bu doğrultuda karar alamayacak veya almış olduğu karar uygulanamayacaktır. Söz konusu genel kurul toplantılarında toplantı nisabı aranmaması ve kararın katılanların adi çoğunluğu ile alınması da öngörülmektedir.

Çoğu ülkede olduğu gibi Türkiye'de de düzenleyici otoritenin sermaye piyasalarının gelişmesi için en önemli gördüğü ilkelere uyumu zorunlu hale getirmesi beklenen bir gelişmeydi. Nitekim düzenleyici otorite baştan beri bu yöndeki niyetini ifade eden pek çok sinyal verdi. O halde uyulması zorunlu hale getirilen ilkelerin şirket başarısını iyileştirmek yoluyla ekonomik kalkınma ve sermaye piyasalarının gelişmesine olumlu bir etki yapacak uygulamalar olup olmadıkları sorusuna yanıt

¹⁶ Bu kararın muhtemel sonuçları konusunda bir açıklık yoktur ancak SPK'nın red edilen adayları sadece bağımsızlık kriterlerine uyma açısından inceleyeceği belirtilmektedir. Yani bu uygulama küçük yatırımcıya bir veto hakkı anlamına gelmemekte fakat aday gösterme sürecinde daha dikkatli olunmasını teşvik etmekte ve gözden kaçan çıkar çatışmalarının ortaya çıkmasına olanak vermektedir.

vermek gerekir. Aşağıda bu soruya yanıt vermeye çalışırken Tebliğler'e getirilen eleştirileri de ele alacağız.

Neden Bağımsızlık

KY kuramında, şirket toplam değeri piyasada işlem gören hisselerin piyasa değeri ve gözlemlenemeyen özel çıkarların parasal karşılığının toplamına eşittir. Giderek sayıları artan KY araştırmalarının sonuçlarına göre özellikle kurumsal ve yasal altyapının zayıf olduğu ve mal ve sermaye piyasalarının mükemmellikten uzak bir yapı sergilediği ülkelerde, kontrol eden pay sahipleri kontrol güçlerini sıklıkla 'özel çıkar' elde etmek için kullanmaktadırlar.¹⁷ Özel çıkarlar şirketin piyasada işlem gören hisselerinin piyasa değeri değerini azaltarak küçük yatırımcıları mülksüzleştirir (expropriation). Küçük yatırımcıların şirket yönetimlerinde etkin ve adil temsil edilmemesi özel çıkar edinimini kolaylaştırıcı bir etmendir. Özel çıkar edinimi belirli bir maliyet gerektirdiği için bu yolla edinilen gelir küçük sermayedarların kayıplarından daha azdır. Bu nedenle özel çıkar edinimi yarattığı adaletsizlik ve negatif dışsallıkların yanı sıra, toplam refahı azaltıcı bir eylemdir. Finans yazınında *uygunsuz transfer* ('tunneling'), halk arasında *hortumlama* olarak adlandırılan işlemler vasıtasıyla kontrol edenlerin şirket değerini azaltıcı işlemleri gerçekleştirebilme potansiyelleri gelişmekte olan piyasalarda iş gruplarına bağlı şirketlerin piyasa değerlerinde önemli bir iskontoya yol açmaktadır.¹⁸ Dyck ve Zingales (2004) bu iskontonun Fransız hukuk sistemine sahip ülkelerde piyasa değerinin ortalama yüzde 21'ine Alman, İngiliz ve İskandinav hukuk sistemine sahip ülkelerde ise sırasıyla yüzde 11, 5.5 ve 4.8 oranında olduğunu göstermişlerdir. Daha farklı yöntemler kullanan diğer çalışmalar ise Güney Asya ve Latin Amerika şirketlerinde bu oranın yüzde 28'e kadar çıkabildiğini, bu değer kaybının şirket hisse fiyatının yüzde 58'ine kadar varan bir orana tekabül ettiğini göstermektedirler.¹⁹ Türkiye'de özellikle kontrol hakkının nakit akışı hakkıyla orantısız olduğu şirketlerde değerlendirme oranlarının yüzde 18'e kadar iskontoya uğradığı tahmin edilmektedir.²⁰

Mal, sermaye ve faktör piyasalarının rekabetçi olması yönetimde gevşekliği ('slack') azaltarak özel çıkar elde etmeyi zorlaştırır ancak rekabeti arttırıcı önlemlerin etkisi

¹⁷ Bkz. Dyck & Zingales (2004), La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer ve Vishny (2002), Doidge, Karolyi and Stulz (DKS), 2007; Durnev and Kim, 2005.

¹⁸ Örneğin 2007 yılında Kore'nin Adil Ticaret Komisyonu Hyundai Motor şirketini 1.4 Milyar ABD doları karşılığı işi şirketin YK başkanının oğlunun sahibi olduğu Glovis'e ihalesiz olarak verdiği için cezalandırmıştı (Bkz. 'Minority Report', The Economist, 11 Şubat 2012, sayfa 66). 2005 yılında, Daewoo Grup Baskani Kim Woo Choong muhasebe kayıtları ile oynama yoluyla 43.4 Milyar ABD doları dolandırıcılık, kanun dışı yollarla 10.3 milyar ABD doları borçlanma ve şirket kaynaklarından ülke dışına 3.2 milyar ABD doları aktarmakla suçlanıp hüküm giydi. Bkz., 'Kim's Fall from Grace at Daewoo: Inside the Korean conglomerate's fraud scandal', Business Week, February 19, 2001)

¹⁹ Bkz. Güney Kore için Black, Jang ve Kim (2006), Hong Kong için Lei and Song (2008) ve Latin Amerika ülkeleri için Cueto (2008).

²⁰ Yurtoglu (2000 ve 2003).

uzun vadede görülür ve bu etki her sektörde aynı boyutta olmaz..²¹ Kuramsal yazın böylesi durumlarda kontrol eden pay sahiplerinin ('hakim ortaklar') gönüllü olarak şirket üzerindeki kontrollerini yatırımcılarla paylaşmayı seçebileceklerini öngörmüştür. Bu seçimin arka planında hakim ortakların kaybettikleri özel çıkarları bu yolla sağlanan daha düşük sermaye maliyetleri ve etkinlik artışıyla dengeleyebilme olanağı yatmaktadır. Görgün yazın kurumsal ve hukuki altyapısı göreceli olarak daha güçlü olan ülkelerde bu tarz bir değişimin sıklıkla gözlemlendiğini²², daha zayıf sistemlerde ise hakim ortakların elde edebilecekleri özel çıkarlarının bu yolla dengelenemeyecek büyüklüklere vardığını tespit etmiştir.²³

Rekabet ortamının ve piyasa mekanizmalarının mükemmel çalışmadığı ve gönüllü uygulamaların hakim ortaklara cazip gelmediği ülkelerde ise özel çıkar elde etme olanakları hakim ortakların kontrol gücünün yasalar yoluyla denetlenmesiyle sağlanabilir. Bu tür yasal düzenlemelerin kurumsal ve hukuki altyapının da etkinleştirilmesi yoluyla desteklenmesi kurallara uyan şirketleri haksız rekabetten koruyarak bu reformlara olan muhalefeti azaltır.

Ancak hukuki yaptırım kapasitesinin zayıf olduğu ülkelerde yasal değişiklikler tek başına denetimin sağlanmasına yetmemektedir. Bu 'dış' kontrol mekanizmalarının yetersiz olduğu piyasalarda bir 'iç' kontrol mekanizması olarak YK'larının daha önemli bir rol oynayabileceği konusunda düzenleyici otoriteler ve yatırımcılar hem fikirdirler. Diğer yandan YK'larının, hakim ortakların şirketin değerini azaltan özel çıkar elde etme çabalarını engellemesi ancak YK'nun kontrol edenlere mesafeli üyelere oluşması vasıtasıyla gerçekleştirilebilir. Bu nedenle hakim ortakların ve özel çıkar elde etmeye yatkın iş grubu yapılanmalarının yaygın olduğu ülkelerde bağımsız üyelere özel bir misyon atfedilerek YK'larında çoğunluğu oluşturmaları ya özendirilmiş veya zorunlu hale getirilmiştir. Araştırmalar dış kontrol mekanizmalarının etkin olduğu gelişmiş piyasalarda bağımsız üye oranı ile finansal performans arasındaki ilişkiyi yakalamakta zorlanırken yükselen piyasalarda bu etki daha açık olarak gözlemlenebilmiştir.²⁴

Ancak bu yaklaşımdan bağımsız YK üyelerinin idealize edilmiş bir küçük yatırımcı grubunun çıkarlarını savunması beklendiği anlaşılmamalıdır. Gerek kontrol eden pay sahipleri gerekse küçük yatırımcıların belirli şartlar altında şirketlerin uzun vadeli içkin (intrinsic) değerini arttırma amacıyla çelişen çıkarları olabilir. Örneğin kontrol eden pay sahibi konumundaki aileler tek tek şirketlerin hisse değerini ençoklamak yerine aile kontrolünün devamlılığını sağlamaya daha uygun, az riskli projelere yönelebilirler²⁵ veya birleşmeler yoluyla nakit haklarının daha fazla

²¹ Rekabet ve yönetim arasındaki ikame ilişkisi için bakınız Ararat ve Yurtoğlu (2008).

²² Örneğin kontrol eden pay sahiplerinin önemli bir yer tuttuğu Kanada'da ve İsveç'te kontrol primi oldukça düşüktür..

²³ Bu ilişkiler hakkında kuramsal ve görgün araştırmalar hakkında, Bkz. Claessens ve Yurtoğlu (2012)

²⁴ Bkz. Dalton, Daily, Ellstrand ve Johnson (1998), Bhagat ve Black (2002), Adams, Hermalin ve Weisbach (2008) ve Dahya, Dimitrov ve McConnell (2008).

²⁵ Bkz. Blanco-Mazagatos, Quevedo-Puente, ve Castrillo (2007).

olduğu şirketlerin çıkarlarına öncelik verebilirler. Diğer yandan kurumsal yatırımcılar aracılığı ile temsil edilmeyen bireysel küçük yatırımcılar da şirketin kısa vadeli değerini arttırmaya yönelik spekülâtif kararları destekleyici bir tavır sergileyebilirler.²⁶ Bunlara karşın kurumsal yatırımcıların çıkarları uzun vadeli olmaları nedeniyle şirketlerin içkin değerlerini arttırmaya yönelik kararlarla uyumludur. Nitekim İMKB’de saklama süreleri en uzun yatırımcılar kurumsal yatırımcılardır (Ararat, Yurtoğlu ve Süel, 2011). Dolayısıyla bağımsız üyelerin kurumsal yatırımcılarla etkileşimini sağlayacak politikaların mevcudiyeti şirketlerin değer yaratma sürecini olumlu olarak etkilemesi beklenir.²⁷

Görgün Araştırmalar

Son yıllarda Brezilya, Kore ve Hindistan’da bağımsız üyelerle ilgili yasal uygulamaların farklı şirket gruplarına farklı zamanlarda uygulanması araştırmacılara bağımsız üyelerin teoride öngörülen ekonomik etkilerini ölçme olanağı sağlamıştır.

Tablo 1’de özetlenen görgün araştırmalar ortalama bağımsız YK üyesi oranının yüksek olduğu şirketlerde finansal performansın daha olumlu olduğunu göstermektedir. Bu araştırmaların hepsi bağımsızlık-performans ilişkisinin nedenselliği hakkında ikna edici bir istatistiki destek sunmasalar da, içlerinden bazıları kullandıkları verilerin müsait olması sayesinde nedensellik ilişkisini güçlü temellere oturtmaktadır. Örneğin, Black, Jang ve Kim (2006) büyük şirketler için yüzde 50 oranında bağımsız YK üyesinin zorunlu kılındığı Güney Kore’de değerlendirme oranının ortalama yüzde 13 arttığını ve bu artışın hisse senedi fiyatlarında yüzde 40’lık bir artışa yol açtığını göstermektedirler. Black ve Kim (2012) ise bu reformu takip eden yıllarda şirket kârlılığında anlamlı bir artış tespit etmişlerdir. Chen, Firth, Gao ve Rui (2006), Çin Sermaye Kurulu’nun²⁸ aldığı kararlarla YK’na katılan bağımsız YK üyelerinin muhasebe sahtekarlığı olasılığını ve boyutlarını azalttığını raporlamışlardır. Lo, Wong ve Firth (2010) benzer bir veri tabanı kullanarak bu etkinin ilişkili taraflar arası işlemleri azaltma yoluyla gerçekleştiğini göstermişlerdir. Black and Khanna (2007) Hindistan’da 2000 yılında yürürlüğe giren KY reformlarını incelemişler ve bağımsız YK üyelerinin oranını şirket büyüklüğüne bağlı olarak arttıran yeni kuralların hisse senedi fiyatlarını yüzde 7’ye varan bir oranda arttırdığını göstermişlerdir. Bu çalışma aynı zamanda bu değer artışının hisseleri çapraz listelenen Hint şirketlerinde daha yüksek olduğunu belirleyerek yukarıda bahsettiğimiz gönüllü uygulamaların olumlu etkilerinin yasal uygulamalar yoluyla arttığını, yani bu iki mekanizma arasında ikame edici değil tamamlayıcı bir ilişki olduğunu göstermişlerdir.

Tablo 1’deki araştırmalar bağımsız üyelerin olumlu etkisinin her koşulda gerçekleşmediğini de göstermektedir. Görgün araştırmalar, bağımsızlık kriterlerini

²⁶ Nitekim İMKB’de işlem gören payların oranının düşük olmasının ve bireysel yatırımcıların ağırlığının piyasayı manipülasyona duyarlı hale getirdiği sıklıkla dile getirilmektedir.

²⁷ Bu etkileşimin olumlu sonuçları konusunda bakınız Becht, Franks, Mayer, Rossi (2009)

²⁸ Chinese Securities Regulatory Commission (CSRC).

sağlasalar dahi kontrol eden ortaklar tarafından seçilen ve sayıca marjinalize olmuş üyelerin etkisinin azaldığını ve hatta bazı koşullarda yön değiştirdiğini göstermektedir (Khanna ve Matthew, 2010). Ararat, Orbay ve Yurtoğlu'nun (2010) Türkiye üzerine yaptığı araştırmalar da kontrol eden pay sahibi ile bağlantılı YK üyelerinin(aile mensubu veya grup şirketleri çalışanı) şirket performansı ile olumsuz bir ilişki içinde olduğunu ve tek tük görülen 'bağımsız' YK üyelerinin finansal performansa etkisinin de kontrol eden pay sahibi ile bağlantılı üyelerin etkisine benzer şekilde olumsuz olduğunu göstermiştir.

YK'da bağımsız üyelerin zorunlu olmadığı gelişmekte olan piyasalarda bağımsız YK üyesi piyasası gelişmemektedir. Türkiye bu grup içinde bağımsız YK üyelerinin en az olduğu ülkeler arasında yer almaktadır. Bizce bu düşük performansın bir nedeni de bugüne kadar YK'na bağımsız aday gösterme yetkisinin çoğu ülkede olduğu gibi YK'da değil pay sahiplerinde olmasıdır.

Bağımsızlar ve şirketin toplumsal katkısı

Şirketlerin pratikteki başlıca amacı (kanunlara ve etik kurallara uymak kaydıyla) pay sahipleri için değer yaratmak olsa da, tüm diğer paydaşlarla ilişkiler şirketlerin risk primlerine yansıdığı için şirket değerini etkileyen bir rol oynamaktadır. Bu rol ekonomik açıdan özgeci (altrusit) yaklaşımlardan uzak durarak şirketin tabi olduğu risklere odaklanan bir perspektifle anlaşılabilir. Nitekim hiç bir ülkenin şirketlerle ilgili yasalarının gerekçesinde veya içinde şirketlerin amacının pay sahipleri için değer yaratmak olduğu ve yönetimin amacının da pay değerini en çoklamak olduğu yazmaz. Anonim şirketlerin meşruiyetinin ardında bu tüzel kişilik formunun toplumsal refahı arttıracığı varsayımı yatmaktadır (Armour, Hansmann ve Kraakman, 2009). Bağımsız üyelerin şirketten finansal olarak bağımsız olması şirketlerin kendilerinden beklenen bu dolaylı toplumsal amaca, yani tüm paydaşlar için değer yaratmaya daha uygun politikalar geliştirmeye daha yatkın olduklarını da düşündürmektedir.

Yukarıdakiler ışığında Tebliğ'in YK bağımsızlığı aracılığı ile şirket değerini arttırmayı amaçlarken bilimsel araştırmaların bulgularıyla uyumlu ve başka piyasalarda olumlu sonuçlar verdiği görülmüş uygulamaları benimsediği söylenebilir.

Genel Kurulların Etkinliği

Genel Kurullar'ın etkinliğine yönelik yeni kurallar Türkiye'deki genel kurulları uluslararası standartlara yaklaştıran ve karşı çıkılması güç uygulamaları içermektedir. Nitekim genel kurullara katılımı kolaylaştırıcı hükümlerle ilişkin önemli bir itiraz dşle getirilmemiştir. Uluslararası araştırmalar uluslararası kurumsal yatırımcıların genel kurullara katılma ve oy kullanma oranları ile finansal piyasaların gelişmesi ve şirket değeri arasında olumlu bir ilişki olduğunu

göstermektedir.²⁹ Kurumsal yatırımcıların bir şirketteki oy haklarını kullanmaları o şirketteki yatırımlarının daha stratejik ve uzun dönemli olduğuna işaret eder. Zira oy kullanmanın bir maliyeti vardır. Oy haklarının daha az kullanıldığı ülkelerde volatilitenin daha yüksek olması (Bae, Lim ve Wei, 2006) bu düşüncüyü desteklemektedir. Türkiye'deki genel kurullarda kurumsal yatırımcıların katılma ve vekaleten oy kullanma oranları emsal ülkelere göre düşüktür. Duyuruların çok geç yapılması, vekaleten katılım sürecinin zorluğu ve payların genel kurul öncesi bloke edilmesi zorunluluğu gibi pratikle ilgili sorunlar katılımı azaltmaktadır. Ama katılımı etkileyen bir başka neden de kullanılacak oyların yönünün yönetimin yapısını ve davranışlarını etkilemeyeceği düşüncesidir. Türkiye'de oy haklarını vekaleten kullanan kurumsal yatırımcılar neredeyse bir kural olarak YK seçimlerinde red oyu kullanmaktadırlar.³⁰ Bunda adayların ve özgeçmişlerinin önceden açıklanmamasının yanında YK'da bağımsız üyelerin olmaması da rol oynamaktadır. Yönetime güvenmeyen yatırımcıların olumsuz bir sinyal aldıklarında paylarını elden çıkarmaları daha yüksek bir olasılıktır.³¹

Bu bilgiler ışığında Tebliğler ile gelen uygulamaların YK ve süreçlerini iyileştirerek, yatırımcılara zamanında bilgi verilmesini sağlayarak genel kurullarda oy kullanma oranlarını arttıracaklarını ve yatırımların vadelerini uzatarak volatilitiyi ve sermaye maliyetlerini azaltıcı bir etki yapacağı düşünülmelidir.

Belli başlı sorun

Tebliğler'de gördüğümüz esasa yönelik en önemli sorun Tebliğler'in uygulaması ile ilgili açıklamalarda YK'a aday gösterme imtiyazı olan pay gruplarının sahiplerinin haklarını bağımsız adaylar için de kullanabilmelerine izin verilmesidir. KYI'nin eski versiyonu aday gösterme imtiyazına sahip paylar tarafından aday gösterilen üyelerin bağımsız sayılmayacağını belirtmekteydi. İmtiyazlı pay grupları tarafından önerilen adayların bağımsız üye kontenjanını doldurması hem bağımsız üyelerden beklenenler hem de uygulama açısından sıkıntılıdır. Zira YTK'ya göre imtiyazlı pay sahiplerinin adaylarının genel kurul tarafından seçilmesi zorunludur. Bu zorunluluk ile küçük yatırımcılara verilen bağımsız adaylara karşı oy kullanabilme hakkı arasında çelişki vardır. Daha önemlisi bu uygulamanın aday gösterme komitelerini işlevsizleştirici bir etki yapması kaçınılmazdır. Bu durumun öngürülmeyle bir dışsalığı ise bugüne kadar aday gösterme imtiyazına gerek duymayan kontrol eden

²⁹ Ferreira and Matos (2009)

³⁰ Guercia, Seery ve Woitdke (2008) kurumsal yatırımcıların bu tarz bir oy verme stratejisi seçmelerinin ana nedeninin şirketlerin çarpık KY yapıları ve bunun yol açtığı performans sorunları olduğunu göstermektedirler. Ararat ve, Yurtoğlu (2012) Türkiye'de yabancı kurumsal yatırımcıların işleme kapalı sermaye oranı yüksek olan şirketlerin genel kurullarına katılmaktan ve oy vermektan çekindiklerini gösterirler.

³¹ Öykücükler yatırımcı ilişkileri departmanlarının kurulmasının zorunlu hale gelmesinin ardından kurumsal yatırımcılarla ilişkilerin iyileştiğine ancak yatırımcı ilişkileri profesyonellerinin şirketlerin KY uygulamaları üzerindeki etkilerinin sınırlı olduğuna işaret etmektedir (Ararat, Yurtoğlu ve Süel, 2011).

pay sahiplerinin bağımsız adayları seçebilmek amacıyla bundan sonra imtiyazlı pay grupları tesis etmek istemesi olacaktır.

Tebliğler'e gelen itirazlar³²

Kontrol eden ortakların kontrol güçlerinin azalmasına tepki göstermeleri normaldir. Rant arayışı yazını (rent seeking), mevcut kurallardan fayda sağlayan az sayıda üyelere oluşan elit grupların, geniş topluluklara oranla daha etkin organize olabildiğini ve çıkarlarını daha güçlü bir şekilde savunabildiğini göstermiştir. Bu etkinin ('Olson effect') güçlü olduğu ekonomilerde iş grupları gibi çıkar gruplarının reformları bloke edebilmesi de mümkündür. Ekonomik gücün az sayıda güçlü ailelerin elinde yoğunlaştığı ülkelerde azlık yatırımcıların mülkiyet haklarının korunması, sermaye piyasalarının gelişimi ve diğer kurumsal iyileştirmeleri hedefleyen kamusal politikaların çarpıtılma (regulatory capture) olasılığının yüksek olduğu bilinmektedir (Morck, Wolfenzon ve Yeung, 2005). Nitekim Güney Asya ülkelerinde kurumsal reformların hızının bu ülkelerdeki ekonomik gücün yoğunluğuyla ters ilişkili olduğu gözlemlenmiştir (Claessens, Djankov ve Lang, 1999). Bazı araştırmacılar KY reformlarına bu tarz tepkileri azaltmak için yeni kuralların, Brezilya'daki *Novo Mercado* örneğinde olduğu gibi, ayrı bir piyasa oluşturularak ('regulatory duality') yeni listelenecek şirketler için zorunlu hale getirilebileceğini öne sürerler.³³ Türkiye bu fırsatı Kurumsal Yönetim Endeksini listeleme kurallarından kopararak kaçırmıştır.³⁴

Tebliğler'e gelen itiraz ve eleştiriler esas olarak ilişkili taraflar arası işlemlere getirilen kontrol üzerine odaklanmakta ve bağımsız üyelerle ilgili tepkiler de bu yetki etrafında yoğunlaşmaktadır. TÜSİAD'ın SPK'ya gönderdiği iki sayfalık 18 Ocak tarihli mektupta dile getirilen itirazlar aşağıdaki şekilde özetlenebilir:

- Bağımsız üyelere önemli işlemleri ve ilişkili taraflar arası işlemleri onaylama yetkisinin verilmesi ve önemli işlemlere belirli koşullarda genel kurul onayı zorunluluğunun getirilmesi³⁵ *'hakim ortağın haklarını tamamen ortadan kaldıran, her türlü istismara ve kötüye kullanıma açık, şirketin ve pay sahiplerinin telafisi imkansız zararlara uğramasına yol açacak'* orantısız bir yönetim hakkı olarak tanımlanmaktadır.

³² Bu bölümde esasen TÜSİAD tarafından dile getirilen eleştiriler ele alınacaktır. Mektup için bakınız: <http://www.tusiad.org/bilgi-merkezi/gorusler/kurumsal-yonetim-ilkelerinin-belirlenmesine-iliskin-teblig-dair-tusiad-gorusu/>

³³ Bkz. Gilson, Hansmann ve Pargendler (2010). Hakim ortaklar, küçük yatırımcılar ve politik süreçler hakkında, Bkz., Bebchuk ve Neeman (2010).

³⁴ Bkz. Ararat ve Yurtoğlu 2008

³⁵ 30 Aralık tarihli ilk tebliğ önemli nitelikli genel kurul onayı olmadan icra edilemiyor ve bağımsız üyeler tarafından onaylanmayan işlemler genel kurul onayına sunulamıyordu. TÜSİAD'ın mektubundan sonra yayınlanan 11 Şubat tarihli tebliğle getirilen değişiklik ile bağımsız üyelerin onayını alan (ve YTK kapsamında genel kurul yetkileri içinde olmayan) önemli işlemlerden sadece bağımsız YK üyelerinin çoğunluğu tarafından onaylanmayanların genel kurul onayına sunulması şeklinde bir yumuşamaya gidildi..

- Genel kurul gündemine madde ekleme ve bağımsız üyeleri olumsuzlama hakkının kullanılması için gerekli pay oranının yükseltilmesi istenmektedir
- Tebliğler gereğince bağımsız üyelerin en az yarısının Türkiye’de vergi mükellefi olan kişilerden oluşması zorunluluğunun Türkiye’de mukim olmayan ve uluslararası deneyime sahip profesyonellerden bağımsız üye olarak yararlanılmasına sınır getirdiği için eleştirilmektedir.
- Bağımsız YK üyelerinin SPK tarafından onaylanması gereksiz bir müdahale olarak değerlendirilmektedir.
- Tebliğler’in uygulanmasının bir yıl süreyle ertelenmesi önerilmiştir.

Tebliğler’in ‘telafisi mümkün olmayacak zararlara’ yol açacağı iki sayfalık mektupta bir kaç kez belirtilmekle beraber bu zararların ardındaki motivasyon ve içeriği konusunda bir açıklık yoktur Kullanılan dilin sertliği bir tarafa bırakılırsa eleştirilerin çoğunda haklılık payı olduğu düşünülebilir. Ancak getirilen önerilerin beklenen toplam etkilerini değerlendirebilmek için arkalarındaki gerekçeyi incelemek gerekir.

YK tarafından muhtemelen kontrol eden ortakların onaylayabileceği adaylar arasından belirlenen ve genel kurulda yine muhtemelen kontrol eden ortakların oylarıyla seçilecek bağımsız üyelerin azlık pay sahiplerinin çıkarlarını korumakla görevli temsilcisi olarak görülmesi kolay anlaşılır bir görüş değildir. Bu şekilde seçilen üyelerin çoğunluğunun karşı çıktığı bir işlemin ilişkili partiler arası işlem niteliği taşıyan önemli işlem olma olasılığı yüksektir. Tabi ki tüm ilişkili partiler arası işlemler şirket değerini olumsuz etkilemez, ancak nötr yada değer arttırıcı işlemlerin bağımsız üyeler tarafından onaylanmaması için de bir neden yoktur. Bağımsız üyelerin onayını almayan bir kararın YK’nun çoğunluğu tarafından onaylanması da kolay olmayacaktır. Zira bu tür işlemlere taraf olanlar yasa gereği söz konusu kararla ilgili olarak YK’larında oy kullanamazlar. Bu nedenle bu işlemler muhtemelen genel kurula da sunulmayacaktır. Kuralın etkisi ilişkili partiler arası işlemlerin kontrol edenler değil şirket değeri açısından daha dikkatle incelenmesi yönünde olacaktır. Kanımızca bu konudaki itirazların şiddeti getirilen uygulamaların olası sakıncalarından ziyade önemli işlemler üzerindeki kontrol gücüne hakim ortaklar tarafından verilen önemin bir göstergesidir.

Düzenleyici otoritenin bağımsız üyelere verdiği önemli işlemleri onaylama yetkisi bu üyelerin şirketlerin işlerine tamamen hakim olmalarını, şirketlerin ilişki içinde olduğu tarafları ve piyasa normlarını, yasaları ve düzenlemeleri iyi anlamalarını gerektirir. Geçmişte çeşitli şirketlerin YK’larında yer alan yabancı bağımsız üyelerin en iyi durumda bir danışman rolü oynamaktan öteye gidemedikleri, istisnalar olmakla beraber genelde, iyi ağırlanan ziyaretçiler olarak şirketlerin iç işlerinden ‘bihaber’ oldukları öykücüklerde sıklıkla dile getirilmektedir. Gelişmiş piyasalara yönelik araştırmalar da şirket işlerine yakından takip etmeye olanak verecek zaman ve bilgiye sahip olmayan YK’larının işlevlerini yerine getiremediklerine işaret etmektedir.³⁶ Tebliğler, uluslararası deneyime sahip ve Türkiye’de mukim olmayan

³⁶ Bkz. Ferris, Jagannathan ve Pritchard (2003).

kişilerin YK'na girmesini engellememekte, sadece bu kişilerin bağımsız üyelerin çoğunluğunu oluşturmasını kendilerine verilen görevi yerine getirebilmeleri açısından kabul edilir bulmamaktadır. Bu şekli ile bağımsız üyelerin kontrol etkinliğini arttırıcı bir etki yapması beklenir.

Kanımızca bu iki kural ve bağımsız üyelere önemli işlemleri onaylama yetkisini veren kural amaçları itibarıyla olumlu olsa da kendi içinde sorunludur. YK üyeleri arasında sorumluluk ve yetki farklılıkları olması YK üyelerinin borçlarını yerine getirmemeleri halinde uygulanacak kamusal ve özel hukuk yaptırımlarını güçleştirecektir. Özellikle YK üyelerinin sorumluluklarının farklılaştırılmasına olanak veren YTK hükümlerinin varlığında bu uygulamanın bir bütün olarak YK'larının etkinliğini ve hesap verebilirliğini azaltması da mümkündür. Bu hükümler sorumluluklarının farkında olan kişilerin bağımsız üye olmalarını engelleyebilir ve görünürde bağımsız ama esasen bağımlı ve vasıfsız kukla üyelerin YK'ya alınmasına yol açabilir. Hindistan'da Satyam skandalının ardından bir yıl içinde 900'ün üzerinde bağımsız YK üyesi, savcıların bağımsız YK üyelerinin ağırlıkta olduğu Denetim Komitesi üyelerine daha ağır ithamlar yöneltmesi nedeniyle YK'larından istifa etmişti.³⁷ Bu toplu tepki bağımsız üyelerin Satyam'da olduğu gibi kontrol eden pay sahiplerinin değer azaltıcı özel çıkar elde etme çabalarını engelleyebilmelerinin her durumda mümkün olmadığını da göstermiştir.

Diğer yandan bağımsız YK üyelerine sadece gözleme rolü atfedilmesi hem onların YK'larına sağlayabilecekleri stratejik tavsiyelere ayırmaları gereken zamanı azaltabilir, hem de kurulların çalışma usul ve prensiplerinde değişikliklere yol açabilir. Kore üzerine yapılan araştırmalar kontrol amacına odaklanan muhasebe geçmişli bağımsız YK üyelerinin finansal performansı olumsuz etkilediğini, stratejik yönlendirmeye daha uygun bir donanıma sahip bağımsız üyelerin ise etkisinin olumlu olduğunu göstermektedir (Choi, Park ve Yoo, 2007). Bağımsız YK üyelerinin stratejik katkısı onların yeterli bilgiye ve deneyime sahip olmasını gerektirir, ancak kontrol eden pay sahipleri işlerine karışıldığı ya da gözlem altında olduklarını algıladıkları takdirde YK'u gündemine bağımsız YK üyelerinin sakıncalı bulabileceğini düşündükleri konuları getirmeyebilirler. Dolayısıyla YK'ları şirketin stratejik kararlarının kontrol eden pay sahiplerinin ve küçük sermayedarların bakış açısından tartışıldığı bir kurum olmaktan uzaklaşabilir (Adams ve Ferreira, 2007).

Bağımsız üyelerin azlık haklarını savunmalarının çatışma yaratacağı endişesi ise kanımızca yersizdir. Tüm dünyada YK üyelerinin bağımsız olsun veya olmasın yasalarla tanımlanmış başlıca görevi, bütün pay sahiplerine eşit mesafede durarak şirketin uzun vadeli çıkarlarını gözetmektir. Diğer bir deyimle YK'da yer alan kontrol eden pay sahiplerinin de görevi tüm pay sahiplerinin çıkarlarını gözetmektir. Pratik olarak spekülasyoncuları ve payların borç verilmesi ile ortaya çıkan istisnai durumları³⁸ bir tarafa bırakırsak küçük yatırımcıların çıkarlarının şirketin

³⁷ Bkz. Khanna ve Matthew (2010).

³⁸ Bu konuda oy kullanma hakkı olan bazı gruplarla ilgili olarak şirket çıkarlarına aykırı 'negatif çıkar' tanımını getiren bir tartışma için bakınız Hu ve Black (2006).

çıkarları ile çatışması zaten düşünülemez. Ama tersi mümkündür. Özellikle iş grubu yapılanmalarında pek çok şirketi kontrol eden pay sahiplerinin bir şirketin çıkarlarını daha fazla döngü alabilecekleri bir başka şirketin çıkarlarına feda etmesi sıklıkla rastlanılan bir durumdur. Claessens ve Yurtoglu (2012) pay sahipliği oranı ile oy haklarının birbirinden farklılaştığı piramit yapılarda bu tür işlemlerin yükselen piyasalarda sıklıkla gözlemlenen ve şirketlerin değer kaybına yol açan bir olgu olduğunu göstermektedirler.³⁹ Ana şirketlerin bağlı şirketlerin aleyhine ancak bir iş grubunun toplu çıkarlarını gözetken kararlar alması esasen işleme taraf şirketlerin ikisinin de halka kapalı olması ve bir şirketi iflasa sürüklememesi halinde pek çok ülkede yasaldir da. YTK, ana şirketlerin (e.g. holdinglerin) bağlı şirketlerin YK'larını kontrol etme yoluyla karar süreçlerine müdahale etmesi durumunda potansiyel müdahale konularının ex-ante açıklanması yoluyla halka açık bağlı şirketlerin küçük yatırımcılarını koruyacak hükümler getirmiş ve oluşabilecek zararlardan ana şirketin YK üyelerini sorumlu tutmuştur. Her ne kadar bağlı şirketin YK üyeleri hukuken tüm pay sahiplerinin haklarını korumakla yükümlü iseler de Türkiye'deki yönetim kültüründe YK'larının ve CEO'ların kendilerini atayan kontrol eden pay sahiplerinin istekleri doğrultusunda ve onların çıkarlarını gözetecek şekilde karar almaları normal karşılanmaktadır.

Bazı yorumcular tarafından komitelerde bağımsız üyelerin ağırlığına getirilen itiraz ise uluslararası uygulamalarla ve bu uygulamaların yerindeliliğini gösteren bilimsel araştırmaların sonuçlarıyla uyumsuzdur. Tebliğ, denetim komitesinin tamamının, diğer komitelerin ise başkanlarının bağımsız olmasını öngörmekte ve CEO'ların komitelerde yer almasını engellemektedir. Türkiye üzerine yapılan araştırmalar az sayıda şirkette KY komitesinin kurulduğunu göstermektedir. Denetim komitelerinin ise usulen kurulduğu ve çoğu şirkette fonksiyonel olmadığı öykücüklerde dile getirilmektedir. Pek çok şirketin denetim komitesi üyelerinin adlarını vermemesi ve bazı durumlarda ise başkanın kimliğinin belirtmemesi bu bulguları desteklemektedir. Örneğin denetim komitesi tüzüğünü yayınlamış şirket sayısı bir elin parmaklarıyla gösterilecek kadar azdır.⁴⁰ Bu durum mevcut YK yapılarının, komitelerin işlevselleşmesini teşvik etmediğini göstermektedir.

Yeni uygulamada bağımsız üyelerin YK adına komitelerde aktif görev almaları hem bağımsız üyelerin 'ayda bir toplantıya gelen emekliler'⁴¹ olmasını ve şirkete bir katkı sağlamadan maliyet getirmelerini engelleyecek hem de bu üyelerin vicdani bağımsızlıklarını uygulayabilecekleri bir alan yaratacaktır. Bu işlevler bağımsız üyelerin vasıflarının da yüksek tutulmasına yol açacaktır. Kaldı ki bağımsız üyeler veya komiteler tek başlarına karar alma yetkisine sahip değildir. Bağımsız üyeler grubuna getirilen sorumluluk da bir kararın tek başına onaylanması değil, bir kararının YK'da belli bir yönde alınmasını tavsiye etmektir. Bağımsız üyelerin bir

³⁹ Türkiye için, bkz. Yurtoglu (2001) ve (2003), Orbay ve Yurtoglu (2006).

⁴⁰ Ararat, Black ve Yurtoglu 2012,

⁴¹ Bakınız Vedat Akgiray, 14.12.2012 tarihli mülakat, Erişim:

http://www.gazeteport.com/haber/68167/her_sirkete_bagimsiz_uye_geliyor.

kararı önermesi veya onaylaması alınan karar açısından YK üyelerini sorumsuz kılmaz ama bu kararlarda bağımsız YK üyelerinin en az diğer YK üyeleri kadar sorumlu olmalarını sağlar. Uygulamada sorunlar olabilir. Örneğin bir YK üyesinin bir komite üyesi olması, o komite raporuna dayanılarak alınan bir YK kararında, farklılaştırılmış teselsül ilkesine göre bu üyenin sorumluluğunu artıracak mı sorusu akla gelmektedir. Farklılaştırılmış teselsül ilkesinin olmadığı ülkelerde bu yönde bir eğilim gözlenmektedir.⁴²

Eleştirilerden belki de en geçerli olanı kısa sürede bağımsızlık vasıflarına sahip yüzlerce yeni yönetim kurulu üyesinin bulunmasında zorluk yaşanacağıdır. Türkiye’de var olmayan bu tür bir piyasanın kısa sürede oluşması zor görünmektedir. Bugüne dek bağımsız YK üyesi aday talebi ile karşılaşmamış olan profesyonel şirketler de bu konuda deneyimsizdirler. Diğer yandan piyasaya hakim olan iş gruplarının birden fazla alanda birbirleriyle rekabet ediyor olmaları (‘multi-point competition’)⁴³ farklı grupların birbirlerinin YK üyelerini bağımsız üye olarak değerlendirmelerini zorlaştırarak da oluşması beklenen bu piyasayı daraltıcı bir etki yapacaktır. Bu nedenlerle geçiş sürecinde zorluk yaşanması kaçınılmaz görünmektedir. ⁴⁴ Diğer yandan şirketlerin 2012 genel kurullarında ana sözleşmelerini Temmuz 2012’de yürürlüğe girecek olan Yeni TTK ile uyumlulaştıracak değişiklikleri onaylayacakları için bu değişiklikleri Tebliğler ile de uyumlu olarak tasarımları zamanlama açısından mantıklı görünmektedir. Tebliğler’in gecikmeden uygulanmasının bir faydası da kuralların sistemik etkileri yüksek olan bankalara uygulanmasından önce denenerek gerekli esneklik ve uyarlamalara olanak sağlayacak olmasıdır.

Olası bir ertelemenin en önemli sakıncası ise baskı gruplarının Tebliğler’in esasına yönelik değişiklikleri zorlamaları olacaktır. Kanuni denetçilerin istifa etmeleri halinde bağımsız üye olabilmelerine olanak sağlanması, aday gösterme imtiyazlarının bağımsız üyeler için de kullanılabilmesi ve bir bağımsız üyenin aynı grupta birden fazla şirkette bağımsız üye olmasına izin verilmesi yolunda getirilen son değişiklikler ve 16.02.2012 tarih ve 5/136 nolu SPK kararı ile önemli işlemlerin eşik değerlerinin oldukça yüksek tutulmuş olması bu olasılığın küçük olmadığını göstermektedir.

⁴² Özellikle Anglosaxon gelenekten türemiş hukuk sistemlerine sahip ülkelerde (e.g. ABD ve Hindistan) sorumluluk davaları bu yönde bir eğilime işaret etmektedir (Black, Cheffins ve Klausner (2006).

⁴³ Bkz. Karnani ve Wernerfelt (1985).

⁴⁴ Bu zorlukların devlet memurlarının da bağımsız üye olabilmelerinin sağlanması gibi ekonomik aktivitelerin siyasetle iç içe geçmesine ve yolsuzluğa yol açacak bir yaklaşımla çözülmesinin kimi çevrelerce önerildiği öykücüklerde dile getirilmektedir. Devlet memurlarının ‘tüm tarafların çıkarlarını korumada da hassas’ olacakları iddaları ise Tebliğ’in muhatabının yatırımcılar değil devlet olduğu algısını sergilemektedir. Bu öneri aynı zamanda yurttaşlara hizmet etmek üzere maaşları vergilerle ödenen memurların özel şirketlerin çıkarlarına hizmet etmesi anlamına gelir ve hem de bu şirketlerin devletle olan ticari işlemlerinin ilişkili partiler arası işlem olarak değerlendirilmesine yol açar.

Tebliğler'in ekonominin uzun soluklu bir ekonomik büyüme ve istikrar döneminde açıklanmış olması böyle bir reform paketinin belki de gerekli olmadığını düşündürebilir. Şüphesiz ki, makroekonomik performansın arka planını oluşturan şirketler de geçtiğimiz dönemde olumlu bir finansal başarıyı sergilemişlerdir. Ancak bu durum, Türkiye'de KY alanındaki yapısal sorunların ihmal edilebilir, önemsiz detaylar olduklarını değil, sadece büyüme dönemlerinde KY sorunlarının ikincil öneme haiz olduklarını gösterir. KY sorunları son analizde yöneticiler/sermayedarlar veya hakim sermayedarlar/küçük sermayedarlar arasındaki çıkar çatışmalarının bir tezahürüdür. Yatırım olanaklarının yüksek seviyede olduğu ve hızlı büyümenin gözlemlendiği ekonomik şartlar altında bu çıkar çatışması daha düşük bir seviyede cereyan etmektedir. Büyümenin yavaşladığı dönemlerde ise çıkar çatışması yeniden ön plana çıkmakta ve genellikle hakim sermayedarların üstünlük kurmasıyla sonuçlanmaktadır (Philippon, 2006). Ekonomik daralma veya kriz dönemlerinde ülke çapındaki KY sorunlarının makroekonomik dengeleri zayıflatıcı bir rol oynarlar (Johnson, Boone, Breach ve Friedman, 2000). Benzer etkilerin şirket bazında gözlemlenen KY bozuklukları kanalıyla ortaya çıktığı (Bae, Baek, Kang ve Liu, yayım sürecinde) ve KY yapıları sağlam şirketlerin kriz dönemlerinde daha yüksek bir hisse senedi getirisi sergiledikleri de bilinmektedir (Cornett, McNutt ve Tehranian, 2009). Bu nedenle çarpık KY yapılarının ekonominin bütünü için önemli bir negatif dışsallık kaynağı olduğu da unutulmamalıdır.

Dolayısıyla, elimizdeki bulgular, Tebliğler'in zamanlamasının aslında önemli sorunlara odaklanmadıkları gibi bir yorumu destekler nitelikte değildir. Aksine Tebliğler'in gerek YTK'yla gelen uygulamalara eklenme imkanı, gerekse ekonomik büyümenin sürdüğü bir dönemde uygulanacak olmaları açısından oldukça elverişli bir zamanda açıklandığı söylenebilir.⁴⁵

Sürpriz gelişme, YK'larında kadın üye önerisi

Tebliğler'in ikincisi 'uy yada açıkla' ilkesi bazında YK'larında en az bir kadın üye bulunmasını önererek bir sürpriz yapmıştır. Bu makalenin yazarları YK'larına kadın üye kotası getirilmesini bir süredir savunmaktaydılar. Son yıllarda tüm dünyada YK çeşitliliği (diversity) tartışmaları esasen kadınların, ırksal ve etnik azınlıkların etrafında yoğunlaşarak KY gündeminin önemli bir parçasını oluşturmuştur. Avrupa Birliği'nin üyelerinden YK'larında kadın kotası koymasını isteyen direktifi bu süreci hızlandırmıştır. 12 AB üyesi ülke kadınların YK'nda temsilini arttırıcı hükümleri KY kodlarına eklemiş, 10 ülke ise kadınların YK'larında temsilini yasalarla düzenlemiştir. Pozitif ayrımcılığın açık şeklinin anayasaya aykırı olduğu ABD'de bile SEC, şirketlerin yönetim kurullarda çeşitliliği sağlayacak politikaları geliştirmelerini ve bunları kamuya açıklamalarını zorunlu kılmıştır. Kadınlara ayrılan kota bağımsız

⁴⁵ Bkz. Güler Sabancı, 7 Temmuz 2012 tarihli 4. yıllık Mercator konuşmasında Türkiye için sürdürülebilirliği amaçlayan reformların tam zamanı olduğunu belirtmekte. Erişim: <http://www.youtube.com/watch?NR=1&feature=endscreen&v=f49JyVf8dME>

üyelerde olduğu gibi üçte bir oranı etrafında kümelenmektedir. 2011 sonunda ABD'nin önde gelen kurumsal yatırımcıları önderliğinde başlatılan *kritik çoğunluk* ('critical mass campaign') kampanyası yönetm kurullarında kadın oranının 2015 sonuna kadar %30'u bulmasını hedeflemekte ve dahası bu kadınların farklı kültürel geçmişlerden gelmesini (uluslar arası) talep etmektedir.

Son yıllardaki kota uygulamaları bağımsız üyelere olduğuna benzer şekilde kadın üyelerin de şirketlerin performansları ve davranışları üzerindeki etkisini bilimsel yöntemlerle ölçmeye olanak sağlayacak doğal deney ortamları yarattı. Araştırmalar kadınların iyi yönetilmeyen ve YK'larının kontrol görevini iyi yapmadığı şirketlerde finansal performansı arttırdıklarını ve YK'larının profesyonelliğini olumlu etkilediklerini gösterdi(Adams ve Ferreira, 2010). Diğer bazı araştırmalar kadınların şirket davranışlarına etkileri üzerinde durdu. Kadınların erkeklerden farklı perspektiflere sahip olmaları nedeniyle YK'larında sürü davranışını engelleyebilecekleri iddia edildi. Çok sayıda kurumsal yatırımcı kadınların YK'larında yer almasının YK'larının işlevlerini daha iyi yerine getirmesine yol açacağına inanmaktadır. Bu inanç hem kurumsal yatırımcıların yatırım politikalarında hem de kadın adayların kamuya açıklanmasına piyasaların verdiği olumlu tepkilerde kendini göstermektedir (Adams, Licht ve Lilach, 2010). Matsa ve Miller (2011) araştırmalarında kadın YK üyelerinin evrensel değerlere daha yakın olduklarını ve şirket yönetiminde paydaş perspektifine daha eğilimli değerlere dayanan kararlar verdiklerini göstermiştir.

Görgün araştırmalar kadınların finansal performans etkisi konusunda farklı sonuçlar verse de kanımızca kadınların politikada olduğu gibi ekonomide de söz sahibi olmaları cinsler arası adalet ve eşitlik sorunu olarak ele alınmalıdır. Türkiye'de profesyonel kadın YK üye oranı yüzde 2 dolaylarındadır (Aldoğan ve Ararat, 2011). Ekonomik gücün giderek devletten özel şirketlere ve piyasalara kayması şirketlerin politika üretme sürecindeki etkilerini de arttırmaktadır. Bu nedenle kadınların şirket varlıklarının ve kaynaklarının yönetiminde yer almaları politik süreçlerde yer almaları kadar önemlidir.

Sonuç

Tebliğ ile getirilen yeni düzenlemeler esasen stratejik kurumsal yatırımcıların İMKB şirketlerine ilgisini arttıracak kuralları öngörmektedir. Tebliğler Türkiye hükümetinin İstanbul'u finans merkezi haline getirme vizyonunu destekleyen diğer projelerle birlikte bu amaca yönelik cesur, olumlu ve radikal bir adım olarak değerlendirilmelidir. Yeni düzenlemeler Brezilya, Güney Kore ve Hindistan gibi yükselen piyasalarda olumlu sonuçlar verdiği gözlemlenmiş ve etkinliği genel kabul görmüş uygulamaları içermektedir. Ancak her radikal değişiklik gibi bu değişikliklerin hayata geçirilmesinde de sorunlar yaşanacaktır.

Düzenlemelerin uygulanmasında şirketler bağımsız YK üyelerinin yerine getirmeleri beklenen stratejik yönlendirme ve kontrol rolleri arasındaki dengeye özen gösterilmelidir. YK'larının esas görevi şirketlerin uzun vadeli olarak tüm paydaşlar için değer yaratmayı sürdürmesini sağlayacak stratejileri ve politikaları geliştirmek ve bunları en iyi icra edecek yönetimi iş başına getirmek ve denetlemektir. YK'larının tüm pay sahiplerinin çıkarlarına eşit mesafede durmasını kolaylaştıracak ölçüde bağımsız olması amaca yönelik bir araç olarak görülmelidir. Denetimdeki vurgu stratejik kararların uygulanmasının denetiminde olmalıdır. Özel çıkar elde etmenin engellenmesi bu denetimin sadece bir parçasıdır ama pratikte önemli bir parçası olacaktır.

Tebliğler'le gelen değişikliklere geniş ve uzun vadeli etkilere odaklanan bir perspektiften bakmak gerekir. Ekonomik kalkınmanın finansmanındaki yapısal darboğazlar nedeniyle Türkiye için dış finansman kaynaklarına erişim kritik bir öneme sahiptir. Bu açıdan bakıldığında getirilen reformların Türkiye'nin makroekonomik performansına kalıcı bir olumlu etki yapmaları beklenmelidir. Ucuz ve nitelikli işgücü, geniş anlamıyla altyapı kalitesi, yabancı yatırım mevzuatının liberalleşmesi ve politik istikrar gibi faktörler doğrudan yabancı sermaye akımlarını artırıcı bir rol oynasalar da halka açık şirketlerin sermaye ihtiyacını karşılamakta portföy yatırımları daha önemli bir rol oynarlar. Yabancı portföy yatırımlarının artışının önündeki en önemli engel kontrol gücünü kullanarak özel çıkar elde etmeye olanak sağlayan KY yapılarının halka açıklık oranlarının çok düşük seviyede kalmasına yol açması ve bu yapıların yatırımcılara güven vermemesidir. Reformlar IMKB şirketlerini yabancı yatırımcılar için daha az riskli bir yatırım aracına dönüştürmeye katkıda bulunacaktır. Kuramsal ve görgün yazının KY yapılarının küçük sermayedarları koruduğu ülkelerde sermaye piyasalarının daha fazla geliştiğini ve bunun da ekonomik kalkınmayı arttırdığına yönelik bulguları Tebliğler'i desteklemektedir.⁴⁶

Diğer yandan reformların olumlu etkisi sadece hisseleri IMKB'de işlem görmekte olan şirketler için değil, hisselerini halka açarak sermaye gereksinimini karşılamak isteyen, ancak ekonominin genelinde varolagelmiş KY eksiklikleri nedeniyle sineye çekmek zorunda kalacaklarını tahmin ettikleri değer iskontosu yüzünden listeleme kararı almayan şirketler için de önemli ve olumlu sonuçlar doğurabilir ve sermaye piyasasının gelişimine bu yolla da katkıda bulunabilir.

Tebliğler'in bizce bir önemli faydası da bilimsel araştırmalar için bir doğal ve zengin bir deney ortamı oluşturması ve Türkiye üzerine yapılan araştırmaların uluslararası yazına katkı yapma potansiyelini yükseltmesidir. Birbiri ardına yayınlanan tebliğler piyasaların tepkisini ölçecek bir olay incelemesi (event study) için uygun bir deney ortamı yaratmıştır. Diğer yandan bazı kurallar sadece belli sayıda şirkete uygulanacağı için, bu uygulamaların çeşitli etkilerinin ölçülmesi de mümkün olabilecektir. Araştırmalarımız bu yönde ilerleyecektir.

⁴⁶ Bu yazının bir değerlendirmesi için, Bkz., Claessens ve Yurtoglu (2012).

Doğal olarak Tebliğler'in faydalarının sadece bilimsel araştırmalara olanak sağlayarak bilgi üretimine katkıda bulunmakla kalmayacağını düşünmekteyiz. Kanımızca Tebliğler hem yatırımcılara daha fazla güven vererek hem de yönetim kurullarını etkinleştirerek İMKB şirketlerinin ekonomik kalkınmaya katkısını arttıracaktır. Pek çok ülkede KY kodlarını düzenli olarak gözden geçirmekle yükümlü kanuni yetkileri olan komisyonlar çalışmaktadır. Böyle bir komisyonun oluşturulmasında fayda olabilir. Hangi KY uygulamasının hangi koşullarda olumlu sonuçlar verdiği biraz da deneyerek bulunacaktır. Bu sürece görgün araştırmalarla destek vermek biz araştırmacılara düşmektedir.

Tebliğler'le getirilen kurallara uyulmaması halinde beklenebilecek yaptırımlara açıklık getirilmemesi bir sorun teşkil edebilir. 2001 yılında benzer kurallar içeren bir reform paketini uygulamaya sokan Hindistan'da yeni kurallara uyulmaması halinde borsada kotasyonun kaldırılmasına kadar varabilen yaptırımlar da gündeme gelmişti (Black ve Khanna, 2007). Tebliğler yatırım konusunda değişik bir tutum sergilememiş, dolayısıyla da baskı gruplarının 'arka kapıdan' yeni kuralların etkisini azaltmaya yönelik girişimlerine açık bir kapı bırakmıştır. Şirketlerin yeni kurallara uymamaları halinde mevcut yasalarda yer alan ihmal edilebilir maddi cezalarla karşılaşmaları Tebliğler'in uygulanmasını zora sokabilecektir.

Öncelikle YTK'nın ve sonra Tebliğler'in birlikte ele alındıklarında Türkiye'de önemli bir ekonomik ve politik değişime yol açma potansiyeli vardır. Türkiye iş dünyası bu reformların ruhunu benimseyerek, uygulamadaki eksiklere yapıcı eleştiriler getirerek yeni bir şirket yönetişimi düzeninin önderliğini yapabilirler veya kuralların arkasından dolaşmaya çalışarak, daha kötüsü uygulamalarını geciktirmeye ve özlerini değiştirmeye çalışarak reformları etkisizleştirebilir.⁴⁷ YTK'nın baş mimarı Tekinalp reform karşıtlarına 'yasaların üzerinde dolaşan heronlar' diye adlandırarak bu sürecin ne kadar zorlu geçeceğine dikkat çekmiştir.

⁴⁷ Bkz. Bloomberg'in Tekinalp Mülakatı. Erişim: <http://www.youtube.com/watch?v=fB55JzDGhe4>

Referanslar

- Adams, R. ve D. Ferreira, 2007, A theory of friendly boards. *Journal of Finance* 62, 217-250.
- Adams, R. ve D.Ferreira, 2009, Women in the Boardroom and Their Impact on Governance and Performance, *Journal of Financial Economics*, 94(2), 291-309.
- Adams, R., B. E. Hermalin ve M.S. Weisbach, 2008, The role of boards of directors in corporate governance: a conceptual framework and survey, NBER Working Papers 14486, National Bureau of Economic Research.
- Adams, R., A. Licht ve S. Lilach, 2010, Shareholderism: Board Members' Values and the Shareholder-Stakeholder Dilemma, Forthcoming: *Strategic Management Journal*.
- Aldoğan, M. Ve M. Ararat, 2011, Female Directors on Corporate Boards in the Companies Quoted in Istanbul Stock Exchange (ISE) 100 Index.
- Allen, F., 2005, Corporate governance in emerging economies. *Oxford Review of Economic Policy* 21, 164-177.
- Ararat, M. ve B.B. Yurtoğlu, Different Approaches to Differentiating Better Governed Companies, Market Segmentation in BOVESPA and CG Index in ISE, Focus Series No: 5, IFC publications, Washington D.C.
- Armour, John, Hansmann, Henry and Kraakman, Reinier H., 2009, The Essential Elements of Corporate Law. Oxford Legal Studies Research Paper No. 20/2009; Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=>
- Ararat, M, ve B.B. Yurtoğlu, 2008, Yönetişim ve Rekabet, *Yönetim Araştırmaları Dergisi*, Vol.6, No.1-2
- Ararat. M, ve B.B. Yurtoğlu (2012), Uluslararası Kurumsal Yatırımcıların Genel Kurullara Katılımı ve Oy Kullanma Eğilimleri, Çalışılan Makale No: CGFT-WP-2012-01, CGFT, Sabancı Üniversitesi, İstanbul.
- Ararat, Melsa, Orbay, Hakan and Yurtoglu, B. Burcin, The Effects of Board Independence in Controlled Firms: Evidence from Turkey (August 22, 2010). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1663403> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1663403>
- Ararat, Yurtoğlu, Süel, 2011. Sustainable Investing in Turkey, 2010, IFC, Washington DC.
- Bae, K.-H., C. Lim, K.C.J. Wei, 2006, Corporate Governance and Conditional Skewness in the World's Stock Markets. *Journal of Business* 79, 2999-3028.
- Bae, K.-H., J.-S. Baek, J.-K. Kang, W.-L. Liu, forthcoming, Do Controlling Shareholders' Expropriation Incentives Imply a Link between Corporate Governance and Firm Value? Theory and Evidence. *Journal of Financial Economics*.
- Bebchuk, L. ve J. Fried, 2004, Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Coompensation. Cambridge, MA: Harvard University Press.

- Bebchuk, Lucian A. and Fried, Jesse M., How to Tie Equity Compensation to Long-Term Results. *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 22, Issue 1, pp. 99-106.
- Bebchuk, L.A., Z. Neeman, 2010, Investor Protection and Interest Group Politics *Review of Financial Studies* 23, 1089-1119.
- Becht, M., J. Franks, C. Mayer, S. Rossi, 2009, Returns to Shareholder Activism: Evidence from a Clinical Study of the Hermes UK Focus Fund. *Review of Financial Studies* 22, 3093-3129.
- Berle, A., and G. C. Means, 1932, *The Modern Corporation and Private Property*, New York: Harcourt, Brace and World
- Bhagat, S. and B. S. Black, 2002, The non-correlation between board independence and long-term firm performance, *Journal of Corporation Law*, **27**, pp. 231-273.
- Black, B.S., V.S. Khanna, 2007, Can Corporate Governance Reforms Increase Firm Market Values? Event Study Evidence from India. *Journal of Empirical Legal Studies* 4, 749-796.
- Black, B.S., B.R. Cheffins, M. Klausner, 2006, Outside Director Liability: A Policy Analysis. *Journal of Institutional and Theoretical Economics (JITE) / Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft* 162, 5-20.
- Black, Bernard, Hasung Jang, and Woochan Kim, 2006, Does corporate governance predict firms' market values? Evidence from the korean market, *Journal of Law, Economics, and Organization* 22, 366-413.
- Black, B.S., W. Kim, 2012, The Effect of Board Structure on Firm Value: A Multiple Identification Strategy Approach Using Korean Data. *Journal of Financial Economics* 103
- Claessens, S. ve Yurtoglu, B.B., 2012, Corporate governance in emerging markets: A survey, Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1988880>.
- Blanco-Mazagatos, V., Quevedo-Puente, E., & Castrillo, L.A. 2007. The trade-off between financial resources and agency costs in the family business: An exploratory study. *Family Business Review*, 20: 199-213.
- Chen, G., M. Firth, D.N. Gao, O.M. Rui, 2006, Ownership structure, corporate governance, and fraud: Evidence from China. *Journal of Corporate Finance* 12, 424-448.
- Choi, J. J., S. W. Park, and S. S. Yoo, 2007, The value of outside directors: Evidence from corporate governance reform from Korea, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 42, 941-962.
- Claessens, Stijn, Simeon Djankov, and Larry H. P. Lang. 1999. Who Controls East Asian Corporations and the Implications for Legal Reform. Public Policy of the Private Sector Viewpoint Note 195. World Bank, Private Sector Development Department, Washington, D.C.

- Cornett, M.M., J.J. McNutt, H. Tehranian, 2009. The financial crisis, internal corporate governance, and the performance of publicly-traded U.S. bank holding companies, Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1476969>).
- Cueto, Diego C., 2008, Corporate governance and ownership structure in emerging markets: Evidence from latin america, Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1157031>.
- Dahya, J., O. Dimitrov and J. McConnell, 2008, Dominant shareholders, corporate boards, and corporate value: A cross-country analysis', *Journal of Financial Economics*, **87**, pp. 73-100.
- Dalton, D. R., C. M. Daily, A. E. Ellstrand and J. L. Johnson, 1998, Meta-analytic reviews of board composition, leadership structure, and financial performance, *Strategic Management Journal*, **19**, pp. 269-290.
- Doidge, C., A. G. Karolyi and R.M. Stulz, 2007, Why do countries matter so much for corporate governance?, *Journal of Financial Economics*, **86**, pp. 1-39.
- Durnev, A. and E. H. Kim, 2005, To steal or not to steal: firm attributes, legal environment, and valuation, *Journal of Finance*, **60**, 1461–1493.
- Dyck, A., L. Zingales, 2004, Private Benefits of Control: An International Comparison. *The Journal of Finance* LIX, 537-600.
- EC (2011) Green paper, the EU corporate governance framework. Erişim: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/com2011-164_en.pdf
- Ferris, Stephen, Murali Jagannathan, and Adam Pritchard, 2003, Too busy to mind the business? Monitoring by directors with multiple board appointments, *Journal of Finance* 58, 1087–1111.
- Gilson, R.J, H. Hansmann ve M. Pargendler, 2010, Regulatory Dualism as a Development Strategy: Corporate Reform in Brazil, the U.S., and the EU, Stanford Law and Economics Olin Working Paper No. 390.
- Guercio, D.D., L. Seery, T. Woidtke, 2008, Do boards pay attention when institutional investor activists “just vote no”? *Journal of Financial Economics* 90, 84-103.
- Hansmaan and Kraakman (2009)
- Hu, Henry T.C. and Black, Bernard S., The New Vote Buying: Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership. As published in *Southern California Law Review*, Vol. 79, pp. 811-908, 2006; University of Texas Law, Law and Econ Research Paper No. 53. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=904004>
- Johnson, S., P. Boone, A. Breach, E. Friedman, 2000, Corporate governance in the Asian financial crisis. *Journal of Financial Economics* 58, 141-186.
- Karnani A. ve Wernerfelt, 1985, Multipoint Competition, *Strategic Management Journal* 6(1), 87-96.

- Khanna, V. , ve S. J. Matthew, 2010, The role of independent directors in controlled firms in India: Preliminary Interview Evidence, University of Michigan Law School, Empirical Legal Studies Center, Working paper No: 10-025
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R.W. Vishny, 2002, Investor protection and corporate valuation, *Journal of Finance*, **57**, pp. 1147–1170.
- Lei, Adrian C.H., and Frank M. Song, 2008, Corporate governance, family ownership, and firm valuations in emerging markets: Evidence from hong kong panel data, Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1100710>.
- Lo, A.W.Y., R. Wong, M. Firth, 2010, Can Corporate Governance Deter Management from Manipulation Earnings? Evidence from Related-Party Sales Transactions in China. *Journal of Corporate Finance* 16, 225-235.
- Matsa, D. ve A. Miller, 2011, A Female Style in Corporate Leadership? Evidence from Quotas, Working Paper.
- Mørck, R., B.Y. Yeung, D. Wolfenzon, 2005, Corporate Governance, Economic Entrenchment and Growth. *Journal of Economic Literature* 43, 655-720.
- Orbay, H., B.B. Yurtoglu, 2006, The Impact of Corporate Governance Structures on the Corporate Investment Performance in Turkey. *Corporate Governance: An International Review* 14, 349-363.
- Philippon, T., 2006, Corporate governance over the business cycle. *Journal of Economic Dynamics and Control* 30, 2117-2141.
- RMG(Risk Metrics Group), 2009. Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States. Erişim: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/ecgforum/studies/comply-or-explain-090923_en.pdf
- Ugur, M. ve M. . Ararat, 2006, Does Macroeconomic Performance Affect Corporate Governance? Evidence from Turkey. *Corporate Governance: An International Review* 14, 325-348.
- Üsdiken, B. and Ö. Yıldırım-Öktem, 2010, Contingencies versus external pressure: professionalization in boards of firms affiliated to family business groups in late-industrializing countries, *British Journal of Management*, **21**, pp. 115–130.
- Yurtoglu, B.B., 2000, Ownership, control and performance of Turkish listed firms. *Empirica* 27, 193-222.
- Yurtoglu, B.B., 2003, Corporate governance and implications for minority shareholders in Turkey. *Journal of Corporate Ownership & Control* 1, 72-86.