



**Plenary Session I  
Genel Oturum I**

**Oturum Konusu:**  
*Corporate Governance*  
**Kurumsal Yönetim**

**Chair / Oturum Başkanı: Veysi SEVİĞ, Chairman of Denizbank, Inc./  
Denizbank Yönetim Kurulu Başkanı**

**Osman GÜRBÜZ, University of Marmara / Marmara Üniversitesi**

*Corporate Governance; Position Statement in Turkey and Suggestions for  
Improvements*

**Kurumsal Yönetim: Ülkemizdeki Durumu ve Geliştirilmesine Yönelik Öneriler**

**Banu DURUKAN, Serdar ÖZKAN, A. Fatih DALKILIÇ, Dokuz Eylül  
University / Dokuz Eylül Üniversitesi**

*Measuring The Effectiveness of The Corporate Governance System In Turkey*

**Ülkemizdeki Kurumsal Yönetim Sisteminin Etkinliğinin Ölçülmesi**

**Osman DİNÇBAŞ, Güney Auditing, Inc./Güney SMMM A.Ş.**

*Corporate Governance and Accountancy*

**Kurumsal Yönetim ve Muhasebe Denetimi**

**Murat KIYILAR, Muhammed BELEN, Istanbul University / İstanbul  
Üniversitesi**

*Evaluation of Structure of Holdings as a Type of Corporate Governance Formats  
in Turkey*

**Bir Kurumsal Yönetim Formu Olarak Türkiye’de Holding Yapılanma Biçimle-  
rinin Değerlendirilmesi**



## KURUMSAL YÖNETİM, ÜLKEMİZDEKİ DÜZEYİNE İLİŞKİN DEĞERLENDİRMELER

**Prof. Dr. Osman GÜRBÜZ**  
Marmra Üniversitesi Öğretim Üyesi

Değerli başkanlar, Sayın Oturum Başkanım ve kıymetli konuklar.

Bu sunumda öncelikle kurumsal yönetim kavramına değinilecek ve kapsamı belirtilecektir. Daha sonra kurumsal yönetim ile şirket performansı arasındaki ilişkiyi araştıran çalışmalara ve elde edilen bulgulara kısaca yer verilecektir. Ülkemizde kurumsal yönetimle ilgili yasal altyapıdaki gelişmeler, uygulamada alınan mesafeler ve gelinen noktalar açıklandıktan sonra, SPK'nın borsada hisse senetleri işlem gören şirketler üzerine yapmış olduğu bir uygulama anketinin sonuçları değerlendirilecektir. O araştırma, şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerini ne ölçüde uyguladıklarını ve konudaki başarılarını sorgulama bakımından oldukça önemlidir. Sunum kısa bir değerlendirmeye son bulacaktır.

Bir kesimin deyişiyle, “kurumsal yönetişim” düzenleyici otoritemiz ve onu izleyenler tarafından da “kurumsal yönetim” terimiyle ifade edilen kavram, dar anlamda şirketlerde öncelikle pay sahiplerine dayalı hakların gözetilerek yönetilmesi olarak tanımlanabilir. Bu kavram, bir şirketin pay sahipleri, yönetim kurulu ve üst yönetim arasındaki ilişkileri kapsamaktadır. Bu ilişkiler, kurumsal amaçların belirlendiği ve başarının izlendiği bir çerçeveyi ortaya koymaktadır.

Öyle ise, OECD tanımı da genel çerçevede bize ne diyor? Geniş anlamda şirketlerin yönlendirildiği ve kontrol edildiği sistem olarak tanımlanabilir diyor ve temel olarak şirketlerin yönetimi, yönetim kurulu, hissedarları ve diğer menfaat grupları arasındaki ilişkileri ortaya koyar diyor.

Kurumsal yönetim, şirketin amaç ve hedeflerinin saptandığı, bu amaç ve hedeflere ulaşmanın ve performansı gözetim araçlarının belirlendiği yapıyı ortaya koymaktadır. Şirketin yönetimi, yönetimin kontrolü ve performansına odaklanan kurumsal yönetim, şirketin sahipliği ile yönetim arasındaki ilişkiler sistemi ni ifade etmektedir.

Bir başka yaklaşımda kurumsal yönetim, şirketlerin yönünü ve performansını belirlemede etkin olan farklı katılımcılar. Kimlerdir bunlar? Ortaklar, şirket yönetimi, yönetim kurulu, müşteriler, tedarikçiler, borç verenler ve toplum arasındaki ilişkileri tanımlamaktadır.

Kurumsal yönetim kavramı, şirketlerin şeffaflık, adil olma, hesap verebilirlik ve sorumluluk ilkeleri çerçevesinde faaliyet gösterebilmelerini sağlamaya yönelik ve özellikle Amerika'da yaşanan şirket skandalları sonrasında tüm dünyada

gündeme gelen bir kavramdır. Yakın tarihlerle yaşanan Enron, Worldcom, gibi şirket skandalları, bilindiği gibi söz konusu şirketlerin paydaşları başta olmak üzere bütün ilgili tarafları zarara uğratmış ve finans piyasalarını tedirgin etmiştir. Dünyada yakın geçmişte yaşanan krizlerden hemen sonra, yine Amerika’da yaşanan bu olaylar, 2002 yılında Sarbanes Oxly Yasasının çıkmasıyla sonuçlanmıştır. Bu yasa, ana ilkeleriyle denetim konularını kapsamakla birlikte, yasada kurumsal yönetim kurallarına da yer verilmiştir.

Kurumsal yönetim ve performans ilişkisini araştıran bir çalışma yaklaşık 6000 şirketi kapsamıştır. Amerika’da kimi zaman 500, kimi zaman 1500 şirkete kadar çıkan örnek kütleler üstünde yine kurumsal yönetim ilkelerine sahip çıkmayla, bunun sağladığı performans ilişkisi araştırılmıştır.

Göreceli olarak uzun bir kurumsal yönetim geçmişinin, şirket performansı ile kurumsal yönetim arasındaki ilişkiyi daha sağlıklı biçimde açıklama gücüne sahip olması doğal karşılanmalıdır. Özellikle yurt dışında yapılan çalışmalarda, kurumsal yönetim kriteri olarak zaman zaman kurum içi paydaşlık, yönetici hissedarlık yapısı, yönetim kurulu kompozisyonu, şirket sahipliğindeki yoğunlaşma derecesi, paydaşlık ve kontrol hakları arasındaki ilişki, yönetim kurullarında bağımsız yönetici yapısı gibi ölçüler kullanılmıştır ve son zamanda kurumsal yönetim endeksi gündeme gelmiştir. Bu da bir performans ölçüsü olarak kullanılmaya başlanmıştır.

Mevcut araştırmaların doğru ya da sağlıklı şekilde yorumlanması ve yapılacak araştırmalara yön vermesi bakımından, kurumsal yönetimle ilişki kurulacak performans ölçüleri şu şekilde sınıflandırılabilir:

Birincisi piyasa kaynaklı ölçüler,

İkincisi de temel başarı ölçüleri.

Dünyadaki uygulamalarıyla ve Türkiye’de son zamanlarda yapılan araştırmalarda, piyasa kaynaklı ölçülerden en önemlisi, birikimi düzeltilmiş getiridir. Bu da hisse senetleri fiyatlarından yola çıkarak elde edilmiş bir ölçüdür.

Temel başarı ölçüleri ise, slaydımızda belirtilmiştir, bu defter değeri, piyasa değeri, firma ölçeği, varlıkların piyasa değeriyle yeniden kurulma değeri arasındaki ilişkiyi araştıran, kar payı ve hisse senedi piyasa getirisi arasındaki ilişkiyi araştıran temettü getirisi, kârlılık, öz kaynak kârlılığındaki aktif kârlılığındaki ve nakit akımlarındaki değişimler, iktisadi katma değer ve piyasa katma değeri olarak ifade edilen EBA ve MEBA.

Özellikle dünyadaki araştırmaların sonuçları, söz konusu değişkenlerle, performans arasında genellikle pozitif ve anlamlı ilişkilerin bulunduğunu göstermiştir. Bu bizim başka bir tebliğimizin konusu olmuştur. Kurumsal yönetim ve performans ilişkisini araştıran çalışmalar farklı ülkelerde, farklı koşullarda, farklı za-

man aralıklarında ve farklı örnek kütleler dikkate alınarak yapılmıştır. Kurumsal yönetim standartları aynı bile olsa, her ülkede farklı kurumsal yönetim anlayışının ve uygulamasının olması doğaldır. Bu yüzden araştırmalarda farklı sonuçlara ulaşılmış olması da doğal karşılanmalıdır.

Ancak, çoğu araştırmada kurumsal yönetim performans ilişkisinin piyasa temelli ölçülerle, geleneksel ölçülere göre daha yüksek ve anlamlı çıktığı söylenebilir. Yani kısaca hisse senedi fiyatlarından yola çıkarak elde edilmiş olan getiriye bir başarı ölçüsü olarak kullandığımızda, bununla kurumsal yönetim arasındaki ilişki, temel performans ölçülerine göre kârlılık, sermaye yapısı, ortaklık yapısı gibi ölçülere göre daha anlamlı ve pozitif çıkmaktadır.

Ülkemizde kurumsal yönetim düzeyi ile performans arasındaki ilişkiyi araştıran çeşitli çalışmalar yapılmıştır. Bunlardan birincisi ve en eskisi 1998-1999 yılları arasındaki eğilimi araştıran ve IMKB tarafından yürütülen bir araştırmadır. Burada aracı kurumlar ve 275 borsa şirketi dikkate alınmıştır.

Çalışma da; piyasa değeri, volatilité, yani oynaklık, hisse senedinin değer oynaklığı, birikimli düzeltilmiş getiriler, piyasa performansını ölçmek için kullanılırken, finansal performansın tespitinde yine biraz önce bahsettiğim borçlanma, kârlılık ve likidite oranlarından yararlanılmıştır. Bunun detayını girmeyeceğim, çünkü elde zaten yayınlanmış bir çalışmadır, bunu okumak mümkündür, fakat sonucuna bakmakta yarar var.

Kurumsal yönetim ilke ve standartlarını göreceli olarak daha fazla uygulayan şirketlerin, gerek finansal, gerekse piyasa getirisi performansı daha az, uygulayanlara göre daha yüksek bulunmuştur. Tabii ki döneme dikkate alalım, çok eski bir dönem ve şirketlerin kurumsal yönetim ve bunun ilkelerine ilişkin yaklaşımlarının zayıf olduğu bir dönemdir.

Daha sonra bizim bir çalışmamız oldu. Bu çalışmada biz öncelikle bir endeks geliştirme çabası içerisinde olduk ve şöyle dedik; kurumsal yönetim ilkelerine şirketler özellikle hisse senetleri veya menkul kıymetler, borsada işlem gören şirketler ne ölçüde sahip çıkmaktadır 30 şirketle sınırlandırılmış bir araştırmayı yürüttük. Bu araştırma çerçevesinde de şirketlerin esas? Bunu araştırmak için tabii bizim çok geniş bir kadromuz olmadığı için, IMKB en büyük itibarlı sözleşmelerinden yola çıkarak bir esas sözleşme endeksi oluşturduk. Daha sonra bir lisans üstü öğrencisiyle, bu esas sözleşmelerde de yer alan, kurumsal yönetime yaklaşım ilkelerinin uygulamada ne ölçüde gerçekleştiğini ortaya koyabilmek için bir de ortaklık endeksi oluşturduk. Daha sonra her ikisinden de eşit ağırlıklı bir ortalamayla kurumsal yönetim endeksini oluşturduk. Her üç endeks de 0'la 100 puan arasında değişmektedir.

Kurumsal yönetim endeksleri, bir şirketin kurumsal yönetiminin borsa performansı, finansal yapısı, kârlılığı ve başka etkenlerle ilişkisinin araştırılmasında

kullanılmıştır. Kurumsal yönetimin finansal yapının üzerindeki etkisini ortaya çıkarmak için borç-öz sermaye, borç toplam sermaye oranı kullanılmış, kârlılıkla olan ilişkisini incelemek için ise net kâr marjı, brüt kâr marjı ve öz sermaye kârlılığı ve benzeri ölçülerden yararlanılmıştır.

Çalışmada borsa performansını ölçebilmek için de, literatürde en sık kullanılan ölçü, yani birikimli düzeltilmiş getiri kullanılmıştır. Bu 30 en büyük şirketin performansını ölçebilmek için 2000-2002 yılları arasındaki aylık bazda ortalama getirilerin toplamı olan birikimli düzeltilmiş getiriler kullanılmıştır.

Günlük ve aylık ortalama düzeltilmiş getiriler, borsadan elde ettiğimiz veri setinden yararlanılarak hesaplanmıştır. Yanı sıra, çeşitli şekilde borsadaki itibarlı şirketler arasında kurumsal yönetim ilkelerine sahip çıkma açısından şirketleri sınıflandırdığımızda, bu şirketlerin gerçekten kendi grubuna ait olup olmadığını ölçmek üzere de kıkare ve anova analizleri yapılmıştır.

Endeksi oluşturduktan sonra bu endekse göre araştırma kapsamına alınan şirketler 5 gruba bölünmüştür. Burada kurumsal yönetim ilkelerini en iyi derecede uygulayan şirketler 5.gruba alınırken, en düşük düzeyde uygulayanlar birinci grupta toplanmıştır. Ve elde edilen bulgulara göre, kurumsal yönetim endeksinde 10 puanlık bir artış, birikimli düzeltilmiş getiride sırasıyla birinci grup için ortalama 0.2 puan, ikinci grup şirketler için 3 puan, dördüncü grup şirketler için 4 puan ve 5.grup şirketler için 4.6 puan artışa sebep olmuştur. 4.grupta gözlemlenen düşük ortalama ek getirinin sektörel farklılıklardan kaynaklığı tahmin edilmektedir. Yani kısaca, kurumsal yönetime sahip çıkma ölçüsü arttıkça, sahip çıkıldıkça, borsa getirisinde de pozitif bir gelişmenin olduğu araştırmamızda ortaya çıkmıştır.

Burada kurumsal yönetim endeksiyle, oluşturduğumuz endeksle getiriler arasında da korelasyon oranlarına, yani ilişki derecelerine baktık. En yüksek korelasyonu katsayı itibarıyla kurumsal yönetim endeksiyle, getiri arasındaki en yüksek korelasyon yüzde 38.5'lük bir açık farkla bulunmuştur. Esas sözleşme endeksinde bu korelasyon, bu ilişki derecesi yüzde 28'lere düşmektedir. 5 farklı grup için halka açıklık oranlarına bakıldığında ise, 3.grubun, yani ortalama grubunun ortalamasının yüzde 20, kurumsal yönetim ilkelerini en fazla uygulayan şirketlerin halka açıklık oranının ise yüzde 41 olduğu tespit edilmiştir.

En büyük ortak payları itibarıyla bakıldığında, kurumsal yönetimi en az uygulayan şirketler grubunda en büyük ortak payı yüzde 63.5, 5.grupta ise yüzde 37 olarak ifade edilmektedir.

Ayrıca kurumsal yönetim ilkelerini ileri derecede uygulayan şirketlerin öz sermaye kârlılığının daha yüksek olduğu gözlemlenmektedir. Kurumsal yönetim endeksiyle halka açıklık oranı arasındaki ilişki incelendiğinde, halka daha fazla açık olan şirketlerin daha ileri derecede kurumsal yönetim ilkelerini uyguladık-

ları sonucuna ulaşılmıştır. 2002 yılına ait borç öz sermaye oranı ile kurumsal yönetim kalitesi arasında bir ilişki vardır. Söz konusu iki değişken arasındaki pozitif ilişkinin bulunması, daha iyi yönetilen şirketlerin kreditorlere güven duygusu verdiğini, bu şekilde şirketlerin dış finansmandan daha fazla yararlanma olanağı bulunduğunu ifade etmektedir.

Kurumsal yönetim ilkelerini değişik düzeyde uygulayan şirket grupları arasında, borsa performansı ölçüsü olarak kullanılan birikimli düzeltilmiş getirilerde farklılıklar tespit edilmiştir. Ortalama olarak ifade ettiğimizde, bu endekste 10 puanlık bir artış bütün gruplar itibariyle getiride 2.5 puanlık bir artışa sebep olmaktadır.

Oluşturulan esas sözleşme endeksi ile performans arasında ilişki güçlü olmakla birlikte, en yüksek ilişki kurumsal yönetim endeksiyle performans ölçüleri arasındadır.

Dolayısıyla, kurumsal yönetim ilkelerini daha iyi uygulayan şirketlerin borsa performanslarının bu ilkeleri yeteri kadar uygulamayan şirketlere göre daha yüksek olduğu, kurumsal yönetim ilkelerini ileri derecede uygulayan şirketlerin öz sermaye karlılığının daha yüksek çıktığı, yüksek halka açıklık oranlarına sahip şirketlerin kurumsal yönetim ilkelerini ileri derecede uyguladıkları, daha iyi yönetilen şirketlerin kreditorlere güven duygusu vererek, dış finansmandan daha fazla yararlanma olanağına sahip bulunduğu bulgularına erişilmiştir.

Çalışmalardan elde edilen özet bulgulara geldiğimizde, şunu ifade edebiliriz: dünyada kurumsal yönetim ve şirket performansı arasındaki ilişkiyi inceleyen araştırmalar iki grupta toplanmıştır. Birisi hisse senetlerinin getirisi, diğeri de mali tabloların analizine ağırlık veren ölçülerdir. Kurumsal yönetim düzeyi incelenen ülkeye özgü faktörler nedeniyle çalışmalar arasındaki farklılıklar gösterse de, kurumsal yönetim ile şirket performansı arasında bir ilişki bulunmaktadır.

Ülkemizde kurumsal yönetim konusunda ne gibi gelişmeler yaşanmıştır?

Burada özellikle sermaye piyasamızın yönetim gözetim ve denetim üst otoritesine teşekkür etmemiz gerekir. Sermaye Piyasası Kurulu Temmuz 2003'te kurumsal yönetim ilkelerini ilk kez kamuya açıklamıştır. Kurum, şirketlerin faaliyetlerini uluslararası standartlarda sürdürülmesi ve daha etkin ve şeffaf bir yönetim anlayışıyla ulusal ve uluslararası finans kaynaklarından daha ucuz ve kolayca yararlanmayı hedeflediğini her fırsatta belirtmiştir. Daha sonra Kurul, bir tebliğde değişiklik yaparak, kurumsal yönetim ilkelerine uyum derecelendirmesini de kredi derecelendirmesine ilave etmiştir. Bu, Aralık 2003 yılı sonunda gerçekleşmiştir. Sermaye piyasasında derecelendirme faaliyeti ve derecelendirme kuruluşlarına ilişkin esaslar tebliğinde yapılan bir değişiklikle.



Daha sonra Kurul, Aralık 2004'te hisse senetleri borsada işlem gören şirketlerin 2004 yılına ilişkin faaliyet raporlarından başlamak üzere şirketlerin kurumsal yönetim kapsamındaki durumunun izlenebilmesi amacıyla, raporlarda ya da şirketin internet sitelerinden açıklanacak asgari unsurları belirleyen bir kurumsal yönetim uyum raporuna yer vermeleri gerektiğine karar vermiştir. Bu çok önemlidir. Kurumsal yönetim uyum raporunu artık şirketler açıklamaktadır.

SPK'nın Şubat ayındaki bir toplantısında da, borsada kurumsal yönetim endeksi oluşturulmasına ilişkin kararlar alınmıştır. Bizde henüz oluşturulma aşamasındaki kurumsal yönetim endeksinin bireysel ve kurumsal, ulusal ve küresel yatırımcılara hisse senetlerin borsada işlem gören şirketlerin kurumsal yönetim eğilimi hakkında bilgi veren, yararlı bir gösterge olması beklenmektedir.

Son yıllarda birçok şirket kurumsal yönetim konusunda ciddi olumlu adımlar atmıştır. Halka açık ve menkul kıymetleri borsada işlem gören şirketler kadar, borsaya gelmeye aday, henüz halka açılmamış aile şirketleri de kurumsal yönetim ilkelerini bünyelerinde giderek daha fazla ve daha etkili şekilde uygulamaya gayret göstermektedirler.

Bu çabalar, genellikle şirketlerin yönetim kurulu yapılarının kurumsal yönetim ilkelerine uygun şekilde oluşturulması ve görevlerini ana sözleşmelerinde yazılı esasa bağlanması şeklinde gözükmektedir. Şirketler yönetim kurullarına giderek daha fazla bağımsız üye almaya başlamışlardır.

Kurumsal yönetim uygulama ve anketi sonuçları ise SPK tarafından Kasım 2004'te yayınlanmıştır. Bu, toplam 249 borsa şirketini kapsamaktadır. Bunların 248'inin anketi değerlemeye alınmıştır ve IMKB 30 şirketlerinden de maalesef sadece 26'sı SPK'nın göndermiş olduğu kurumsal yönetimi değerlendirme anketine cevap verebilmiştir. Bu anketin uygulanması, bazı istisnalar dışında isteğe bırakılmış bulunan kurumsal yönetim ilkeleri, pay sahipleri, kamuoyu aydınlatma ve şeffaflık, menfaat sahipleri ve yönetim kurulu olmak üzere başlıca 4 ana bölümden oluşmaktadır.

Yapılan kurumsal yönetim uygulama anketi sonuçlarında, pay sahipleri itibariyle değerlendirilmede, ilk bölümde pay sahiplerinin hakları ve hakları itibariyle pay sahiplerinin eşit işleme tabi olmasına yönelik ilkelere yer verilmiştir. Pay sahipleriyle ilgili olarak, bilgi alma ve inceleme hakkı, genel kurula katılma ve oy verme hakkı, kâr payı alma hakkı, azınlık hakları, pay sahiplerine ilişkin kayıtların sağlıklı olarak tutulması, payların serbestçe devri ve satışı ve pay sahiplerine eşit işlem ilkesi burada incelenmiştir.

Kurumsal yönetim anlayışına katkı sağlaması ve pay sahiplerinin haklarının kullanılmasının kolaylaştırılması bakımından önemli olan, pay sahipleri ile ilişkiler biriminin, şirketlerin yarısı tarafından oluşturulduğu görülmektedir. Bu önemli bir gelişmedir. IMKB 30 endeksli şirketlerinde ise bu oran yüzde 81'e yüksel-

mektedir. Demek ki şirketler pay sahipleriyle ilişkiler birimini yarı yarıya kurmuşlardır.

Genel kurul toplantısı öncesinde bilgilendirme dokümanlarının genel olarak şirket merkezinde pay sahiplerinin bilgilendirilmesine açık tutulduğu yüzde 97 oranında, şirketlerin sadece yüzde 25'inin elektronik ortamı kullandığı anlaşılmaktadır. Yani, interneti kullanan şirketler duyurularında ancak toplam şirketlerin yüzde 25'i kadardır. Bu, IMKB 30 şirketlerinde, yani büyük şirketlerde yine yetersiz bir düzeyde ama, yüzde 46 seviyesindedir. Şirketlerin genelde pay devrini kısıtlayıcı uygulamalara gitmedikleri anlaşılmaktadır. Bu da yüzde 77'lik bir oranda.

Şirketlerin pek azında yasal zorunluluk hallerinin dışında kamuya açıklanmış bir kâr payı dağıtım politikası olduğu anlaşılmaktadır. Bakın sadece yüzde 25'lik bir oran, çok düşük bir oran. Kâr dağıtım politikasına sahip olan IMKB 30 şirketleri ise, yüzde 61'e yükselmektedir. Şirketlerde ortaya çıkan yaygın imtiyaz şekli, yönetim kurulu üyeliğine aday gösterme imtiyazı, bu çok yüksek yüzde 43, IMKB 30 şirketlerinde bunlar yüzde 19'da kalmaktadır.

Şirketlerin yaklaşık yarısı yüzde 47 oranında bölünme ve hisse değişimi işlemleri için genel kurul kararına başvurmaktadır. Maddi veya maddi olmayan varlıklarla ilgili olan işlemler ise şirketlerin yüzde 90'ın da sadece yönetim kurulu kararının yeterli olduğu anlaşılmaktadır.

Şirketlerin büyük bölümünde kamuyu aydınlatmadan sorumlu olan ve imza yetkisine sahip iki yönetici bulunmaktadır. Bu, kamuya açıklık ve şeffaflığı değerlendirirken önemli bir orandır. Şirketlerin sadece yüzde 77'si bilgilendirme politikasına sahip değildir, bu önemlidir. Şirketlerin yüzde 69'u faaliyet raporlarında kurumsal yönetim ilkelerine uyup uymadıkları konusunda bir bilgi vermemektedir.

Ancak, artık IMKB şirketleri bu yıldan başlayarak kurumsal yönetim uyum raporu hazırlamak ve internet sitelerinde veya faaliyet raporlarında bunu duyurmak zorundadırlar. IMKB 30 endeksine dahil olan şirketlerin kendi internet sitesine sahip olduğu, kurumsal yönetime ilişkin bilgileri internet sitelerinde daha fazla yer verildiği anlaşılmaktadır.

Yine kamuya açıklık ve şeffaflık açısından değerlendirmeye devam edecek olursak; şirketlerin faaliyet raporlarında istenilen standarda henüz ulaşamadığı anlaşılmaktadır. Şirketlerin faaliyet raporlarında yer alması gereken bilgilerin yarısından çoğu pek çok şirketin faaliyet raporunda yer almamaktadır. Şu çok önemli; içeriden öğrenilenlerin ticareti, içeriden öğrenilen bilgilerin kullanımının önlenmesi için her türlü önlem alınır, kurumsal yönetim ilkesine rağmen, bu bilgilere ulaşabilecek yöneticilerin ve hizmet alınan kişi ve kurumların listesinin kamuya duyurulması ilkesine yüzde 81 oranında uyulmadığı gözlenmektedir.

Demek ki “insider trading” henüz bunda bir gelişme sağlamamış durumdayız.

Yine kurumsal yönetim ilkeleri içerisinde menfaat sahipleri itibariyle bir değerlendirme yaptığımızda, şirketlerin menfaat sahiplerinin haklarının korunmasına ilişkin olarak politika ve prosedür belirleme konusunda genel olarak iyi düzeyde bulunduğu ve özellikle çalışanlar, müşteriler, pay sahipleri ve alacaklılar konusunda şirketlerin yaklaşık yarısının belirlenmiş politika ve prosedürlerinin olduğunu anlaşılmaktadır. Bu önemlidir.

Şirketlerin yüzde 56’sı şirketin iç düzenlemelerinde ve esas sözleşmesinde yer almasının öngörüldüğü, çalışanların şirket yönetimine katılmasını destekleyici mekanizmaların var olduğunu belirtmektedir.

Şirketlerin çoğunda, yani yüzde 76’sında personel alımına ve terfi mekanizmasına ilişkin yazılı olarak belirlenmiş kriterler vardır. Bu oran IMKB 30 şirketlerinde yüzde 96’ya çıkmaktadır. Şirketlerin yine yüzde 77’sinde şirket çalışanlarının görev tanımları ve dağılımı ile performans ödüllendirme kriterleri belirlenmiş ve çalışanlara duyurulmaktadır.

Burası çok önemli, herkesin son zamanda fikir birliği ettiği bir konu; kurumsal sosyal sorumluluk dediğimiz hadise; borsada işlem gören şirketlerin yazık ki sadece yüzde 33’ü sosyal sorumluluk konusunda kamuya açıklanmış politikaları bulunduğunu belirtmiştir. Bu oran IMKB 30 endeksi kapsamındaki şirketlerde ancak yüzde 54’e kadar yükselebilmektedir. Demek ki, şirketlerimiz kurumsal sosyal sorumluluk anlamında da geride kalmaktadır. Yönetim kurulu ile ilgili değerlendirmeye kısaca bakacak olursak, hisse senetleri IMKB’de işlem gören şirketlerin yalnızca yüzde 50’sinde şirketin misyonu ya da vizyonu kamuya açıklanmaktadır.

Şirketlerin önemli bir bölümünde yönetim kurulu, yöneticiler tarafından oluşturulan stratejik hedefleri onaylamaktadır, bu yüzde 87 oranında çıkmıştır. Bu da önemli; yönetim kurullarının şirket hedeflerine ulaşma derecesini çoğunlukla ayda bir gözden geçirdiği ortaya çıkmıştır. Yani yüzde 68.5 oranında yönetim kurulları şirket hedeflerine ulaşma derecesini izlemektedir. Bu ne düşüktür, ne çok yüksektir, yani üç ayda bir de vardır, bu anket içerisinde, haftalık da var, fakat çoğunluğu ayda bir kurumsal yönetim ilkelerine uyumu ve hedeflere uyumu izlemektedir.

Kurumsal yönetim ilkeleri uyarınca, şirketlerin başta paydaşları olmak üzere bütün menfaat sahiplerini etkileyebilecek risklerin etkilerini en aza indirebilmek için yönetim kurulu tarafından oluşturulması ve işletilmesi gereken iki birim vardır. Bunlardan bir tanesi risk yönetimi , diğeri de iç kontrol mekanizmasıdır. Bunlara sahip olan şirketlerin oranı yüzde 52’dir, IMKB 30 şirketlerinde bu yüzde 69’a yükselmektedir.

Şirketlerin yüzde 54'ünde yöneticilerin şirket ve işlem yapma ve rekabet etme yasakları uygulanmamaktadır.

Şirketlerin hemen hemen tamamında yönetim kurulu üyelerinin oy hakları eşittir, yani yüzde 96 oranında. Yönetim kurulu üyelerine olumlu olumsuz veto hakkı tanıyan şirketlerin oranı tüm şirketlerde yüzde 24, IMKB 30 şirketlerinde ise yüzde 35 seviyesindedir.

IMKB 30 endeksi kapsamındaki şirketlerin yüzde 42'sinde, tüm şirketlerin ise ancak yüzde 26'sında yönetim kurulunda bağımsız üye bulunmaktadır. Bu, bağımsız üye bulundurma açısından IMKB 30 için yeterli diyebiliriz. Çünkü en az üçte birinde bağımsız üye bulundurma zorunluluğu vardı yönetim kurulunda, ilkelere göre, oysa bütün şirketler dikkate alındığında bu maalesef yüzde 26 oranında kalmaktadır.

Bir başka husus, bu çok önemli, kurumsal yönetim komitesinin kurulması. Bu ilkelere belirtilmiştir. Yavaş yavaş şirketlerimizde kurumsal yönetim komitesinin kurulmasına yönelik çalışmalar yapılmaktadır.

Kurumsal yönetim bilincine geldiğimizde, kurumsal yönetim, tarafların bilgi ve bilinç düzeyinde bir ilerleme sağlamış olması sevindiricidir. Ancak, kurumsal yönetim, şirketlerin bir tür halk ortaklığı satıcılarının gereksini olmaktan çok, özellikle alıcının hitap ettiği ve sürekli geliştirilen bir ilkelere bütünü haline gelmiştir. Bu konudaki bilgi ve bilincin artması, mevcut ve potansiyel halk ortağın ya da alacaklısının talep etmesiyle paralellik göstermektedir. Zira mevcut yatırımcılar ve yatırımcı adayları kurumsal yönetim ilkelerini benimsemiş, içlerine sindirmiş ve uygulamalarıyla geliştirmiş oldukları halkı aydınlatma ve şeffaflık yönleriyle kendilerini tam tatmin eden şirketlerle çalışmayı daha çok tercih etmeye başlamışlardır.

Genel bir değerlendirme yapacak olursak, kurumsal yönetimin amacı, başta pay sahipleri olmak üzere doğrudan ve dolaylı menfaat sahiplerinin beklentilerini yerine getirmektir. Bu sistemde paydaşlar ve diğer menfaat sahipleri şirket amaç ve hedeflerini belirlerken, hedeflere ulaşılabilmesi için şirketlerin varlıkları ve temsilcileri yönlendirilir ve kontrol edilir.

Dünyada kurumsal yatırımcıların elinde önemli bir bölümü, emeklilik fonlarında fark etmiş büyük finansman kaynakları vardır. Bu fonların sahibi olan kurumsal yatırımcılar, yatırım amacıyla gittikleri ülkelerde kurumsal yönetim ilkelerinin iyi ve yüksek standartlarda uygulanmasını istemektedirler.

Kurumsal yönetim ilkeleri, günümüzde şirketlerin piyasalar tarafında istikrarlı bir şekilde finanse edilebilmeleri için neredeyse olmazsa olmaz bir koşul haline gelmiştir. Kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanması, sadece yabancı yatırımları ilgilendiren bir konu olmayıp, ulusal yatırımcıların finans piyasalarına katılımının sağlanması ve fon aktarımına süreklilik kazandırma bakımından da gide-

rek önem kazanmaktadır. Bununla şunu ifade etmek istiyorum; borsamız için artık bir spekülasyon yeri olmaktan çıkıp, yatırımcı yeri haline gelmesinin zamanı gelmiştir.

Dolayısıyla, kurumsal yönetim ilkelerine şirketler ne kadar sahip çıkıyorsa, ne kadar fazla uyguluyorsa, artık borsamız ve borsamızda yer alan şirketler de daha fazla bir yatırımcı niteliği kazanmaya başlamış olacaktır.

Sabrınız için teşekkür ederim.

## MEASURING THE EFFECTIVENESS OF THE CORPORATE GOVERNANCE SYSTEM IN TURKEY

**M. Banu DURUKAN**  
**Serdar ÖZKAN<sup>1</sup>**  
**A. Fatih DALKILIÇ<sup>1</sup>**

### **Abstract**

The aim of the current study is to investigate the effectiveness of the Turkish corporate governance system. To reach this aim, the paper will first discuss different corporate governance systems on the basis of concepts and principles internationally including Turkey. In the second part, the measures of effectiveness of a corporate governance system will be formulated based on discussion in the first part. The third part will be devoted to the analysis of the effectiveness of the Turkish corporate governance system using data from the Istanbul Stock Exchange (ISE) companies. The fourth part will summarize the findings of the study and discuss their implications for the Turkish corporate governance system. The present study has provided evidence that the Turkish corporate governance is not ineffective, but it should be noted that this evidence can not be interpreted as it being effective. The CEOs are evaluated based on the accounting measures which may be reflection of a corporate governance system that can be characterized by being a bank based, having concentrated ownership structures and low investor protection.

**Keywords:** corporate governance systems, effectiveness, Turkey

### **Introduction**

The research on corporate governance has its roots in the landmark paper of Jensen and Meckling (1976), who demonstrate that the existence of the agency relationship in the firm leads to conflicts of interest between the shareholders and the managers<sup>2</sup>. Thus, corporate governance stems from the problems associated with the separation of ownership and control of the modern firm. As Shleifer and Vishny (1997) defines, corporate governance deals with the ways in

---

<sup>1</sup> Dokuz Eylül University, Faculty of Business, Kaynaklar Yerleskesi, Buca 35160 Izmir  
Tel: (0232) 4535042/3148 – 3167 – 3106  
[banu.durukan@deu.edu.tr](mailto:banu.durukan@deu.edu.tr), [serdar.ozkan@deu.edu.tr](mailto:serdar.ozkan@deu.edu.tr), [fatih.dalkilic@deu.edu.tr](mailto:fatih.dalkilic@deu.edu.tr)

<sup>2</sup> For a discussion of sources of conflict, see Denis (2001).

which suppliers of finance to firms, namely shareholders make sure that they get a return on their investment.

Stated more specifically, corporate governance comprises the set of institutional and market based mechanisms that induce self interested managers (controllers) to maximize the value of the firm on behalf of its shareholders (owners) (Denis, 2001; Denis and McConnell, 2003). The controllers are the ones who make decisions regarding the usage of capital supplied by the owners. Thus, there are certain control mechanisms, both internal and external to the firm, to ensure that the managers act in line with the interests of the owners. In sum, corporate governance broadly refers to the mechanisms by which companies are controlled, directed, made accountable, and governed (Macey, 1997; Peck and Ruigrok, 2000).

As Denis (2001) puts it, the mechanisms of corporate governance can be grouped under four categories as legal and regulatory mechanisms, internal control mechanisms, external control mechanism, and product market competition. The legal and regulatory environment is a major factor in how the corporate governance mechanisms are utilized based on investor protection provided (La Porta et al., 1998). The internal control mechanisms include the board of directors, executive compensation plans, firm's ownership structure, and debt structure. On the other hand, the external control mechanism encompasses market for control that is the takeover market. Product market competition forces the firms to produce their products at a cost effective way and sell at a competitive price. If the managers do not live up to the product market competition and waste resources then they may face financial distress. All these mechanisms have become the focus of many studies and attracted a considerable amount of research attention<sup>3</sup>.

Besides the investigation of corporate governance mechanisms, many other researchers focused on the different corporate governance systems and their comparison as well as their convergence. These studies concluded that there exist many different corporate governance systems utilizing the corporate governance mechanisms in different ways based on the characteristics of the business and legal environments. Thus, there is no one optimal system and every system should be evaluated and improved separately. The focus of attention should be diverted to the measurement of the effectiveness of these systems.

In light of the above explanations, the present paper aims to investigate the

---

<sup>3</sup> See for example, Shleifer and Vishny (1997), Denis (2001) on general corporate governance; Denis and McConnell (2003) on international corporate governance; Yafeh (2000) on Japanese corporate governance, Lee (1998) on Korean corporate governance, Claessens and Fan (2002) on Asian corporate governance.

effectiveness (ineffectiveness) of the Turkish corporate governance system. To reach this aim, the first section will be devoted to the discussion of different corporate governance systems, their convergence, and the corporate governance system of Turkey. In the second section, the measures of effectiveness of a corporate governance system will be formulated based on the corporate governance literature on this issue. This part will set up the framework for the analysis of the study. The third part will provide the data and summary statistics of the sample of the study which will be followed by the fourth part which will exhibit the empirical findings of the analysis of the effectiveness (ineffectiveness) of the Turkish corporate governance system using data from the Istanbul Stock Exchange (ISE) companies. The fifth part will summarize the findings of the study and discuss their implications for the Turkish corporate governance system.

### **I. Corporate Governance Systems**

In order to align the interest of managers, who, as Fama (1980) states, invest their human capital as well as some fraction of their wealth, and shareholders, who invest their financial capital in the firm, different corporate governance systems have emerged in different countries. These systems utilize the corporate governance mechanisms in different ways. As La Porta et al. (1998, 2000) discuss in detail and put forth clearly, the legal system of a country plays the major role in shaping the way investors exercise their power over management. The legal system affects mainly the role of the capital markets as a source of funds and ownership structures of firms<sup>4</sup>. Thus, in return the corporate governance system in a country evolves based on the laws that protect investors and the enforcement of these laws. In other words, if there is poor investor protection in a country, then this country develops substitute mechanisms such as concentrated ownership structures, legal reserve requirements, and mandatory dividends (Shleifer and Vishny, 1997; La Porta et al, 2000).

In line with the above argument, different corporate governance systems have emerged and continue to evolve as optimal responses to different legal origin, cultures, history and corporate missions in these systems (Puffer and McCarthy, 2003). It should also be emphasized that an ideal corporate governance system requires congruence among institutions (Yafeh, 2000; Hoskisson, Yiu and Kim, 2004). Even though, every country as well as each corporation has its own corporate governance system, there exist three main corporate governance systems. These three main corporate governance systems are Anglo-American (U.S. or U.K.), Japanese, and German (Continental European)<sup>5</sup>. Table 1 exhibits a com-

---

<sup>4</sup> La Porta et al. (1999) investigates the corporate ownership structure in 27 countries and points out to the conflicts between controlling shareholders and minority shareholders.

<sup>5</sup> Another classification of these systems is to group them two as market – based (Anglo-American) and bank – based (Japanese and German) systems.



parison of these systems based on legal family, primary focus, measure of corporate success, and ranking of capital providers in influencing corporate policy. As can be seen from Table 1, the Anglo-American corporate governance system focuses on the capital market as the primary source of capital and thus the measure of corporate success is the return on invested capital. The laws of the countries in this system originate from common law and investor protection and markets have high priority. In this system which is also named as a market-based corporate governance system, the individuals and institutions, namely investors have the highest influence in corporate policies and decision making. Thus, the system relies on the capital market to exert control on managers for corporate owners. Since the focus is on the individual investors, there is a dispersed ownership structure in the Anglo-American corporate governance system.

**Table 1: Comparison of Corporate Governance System**

<b>Legal Family</b>	<b>Anglo-American Common-Law</b>	<b>Japanese Civil Law</b>	<b>German Civil Law</b>
<b>Primary Focus</b>	Role of a free market (capital market)	Business Network (Transaction Network)	Corporation as a wealth producing entity
<b>Measure of Corporate Success</b>	Return on invested financial capital	Return on social capital	Return on human capital
<b>Ranking of Influence of Capital Providers</b>	Individuals Institutions Business Network Employees Government Banks	Business Network Banks Government Institutions Individuals Employees	Banks Business Network Employees Government Individuals Institutions

**Source:** The table is heavily drawn from Rubach and Sebora (1998, 171) and the legal family is from La Porta et al. (1998).

In contrast to the Anglo-American system, Japanese and German corporate governance systems rely more on the banks and cross-holdings of businesses. Thus, they are named as bank-based corporate governance systems and there is a controlling shareholder. Both of these systems have their legal systems from civil-law legal families even though as La Porta et al. (1998) argues, some Japanese laws are Americanized in the company law area. They also argue that the low protection of investors in these countries lead to the replacement of control through capital markets with control through concentrated ownership. This concentrated ownership thus leads to the issue of conflict of interest between controlling shareholders and minority shareholders (La Porta, 1999; Yafeh, 2000).

Even though the first line of research on corporate governance systems is concentrated on these three countries, i.e. the U.S., Germany and Japan, many researchers have also investigated the corporate governance mechanisms in other countries and especially the systems that are evolving in Russia, Asia, Eurasia, transition and developing economies (Lee, 1998; Berglöf and von Thadden, 1999; Estrin and Wright, 1999; McCarthy and Puffer, 2002; Puffer and McCarthy, 2003; Scott, 2003; Barton, Coombes, Wong, 2004; OECD, 2004). The studies on corporate governance systems include analysis of the mechanisms in each system separately as well comparatively.

The results of the above studies point out both the weaknesses and the strengths of these systems. Thus, as Shleifer and Vishny (1997) states no theory or evidence tells which corporate governance system is the best. In compliance with this point, it is also well documented that due to forces such as globalization, integration of capital markets, increase in product market competition, these systems are in convergence. Many researchers, to name a few, Yafeh (2000), Perrotti and von Thadden (2003) and Denis and McConnell (2003), argue that this convergence is more towards the Anglo-American or market-based system rather than towards the German and Japanese or bank-based system. Whereas the role of institutional investors in the Anglo-American governance systems is widely debated (Miller, 2003). Carati and Tourani-Rad (2000), on the other hand, suggest a convergence model for these systems.

Nevertheless, as Rubach and Sebora (1998), Denis (2001), Denis and McConnell (2003), Yoshikawa and Phan (2003) state there is no consensus on the factors that determine the optimal corporate governance structure and there is no “one-size-fits all” structure. As Rubach and Sebora (1998) states “convergence can be viewed as the adoption of the best practices of the existing systems” and as much as countries “firms can adopt structures and mechanisms from different

systems to gain competitive advantage.” Even the OECD acknowledges that the OECD Principles of Corporate Governance needs to be revised periodically and are not binding since their implementation depends on the legal, economic and cultural circumstances (OECD, 2004b). OECD recognizes these Principles as a “living document” which will be updated based on the developments in time.

As Macey and Miller (1995) claims many other researchers argue that rather than investing resources in copying each other’s systems, each system would be better off by focusing on and repairing its own problems. Stated differently, each one country has its own corporate governance system with its own strengths and weaknesses and efforts should be diverted to how to reform the existing corporate governance systems instead of converging into one optimal system. This reform process should take into account the legal system, the culture, history and institutional environment which are the main obstacles to convergence and the basis for corporate governance systems (Yafeh, 2000; Macey and Miller, 1995; McCarthy and Puffer, 2002; Barton, Coombes, Wong, 2004; Hoskisson, Yiu and Kim, 2004). As Peck and Ruigrok (2000) also states the diversity of views and opinions regarding corporate governance mechanisms makes it unlikely to reach one optimal set of rules of corporate governance. Thus, many prefer to have a code of corporate governance rather than laws. Moreover, Yoshikawa and Phan (2003) argue that regulatory – induced reforms in the boardroom such as Sarbanes-Oxley Act of 2002 may prove costly to implement and merely result in more window dressing than real change.

### ***Turkish Corporate Governance System***

The first part of this section has provided the general background on the corporate governance systems. Since the present study takes the Turkish corporate governance system as its focus, it is worth noting its major characteristics.

The studies that investigate the Turkish governance system focus mainly on the ownership structure. Since Turkey is a civil law country, as La Porta (1998) states the emphasis is on the controlling shareholders rather than capital markets. As Ararat and Uğur (2003) states low liquidity, high volatility, high cost of capital and limited new capital formation can be listed as the characteristics of the Turkish capital market. That is, the capital market is not perceived as a source of funds, yet. Thus, a very small percentage of many companies are listed in Istanbul Stock Exchange.

Ararat and Uğur (2003) also conclude that the shortcomings in the legal and regulatory framework increase the risk of investing in the Turkish capital market. Their argument supports La Porta et al (1998) which rates Turkey two out of six in a 40 country assessment with respect to shareholder rights and four out of ten with respect to judicial efficiency. Moreover, as the OECD (2003) points out

the changes in corporate organizations have led to changes in the Turkish corporate law. Turkey is still in the process of reforming its institutional and legal structures. Capital Markets Board has built a committee including experts from ISE and Turkish Corporate Governance Forum and in June 2003 has issued the "Corporate Governance Principles of Turkey". In the coming future ISE also will calculate the corporate governance index for its members and these will contribute to corporate governance in Turkey

Shleifer and Vishny (1997) argue that if there is poor investor protection in a market, to avoid the negative outcomes of such circumstances the country develops substitute corporate governance mechanisms such as concentrated ownership. Demirağ and Serter (2003) and Yurtoğlu (2000), who investigate the ownership structure as an alternative corporate governance mechanism in Turkey, state that the ownership structure is pyramidal and concentrated. Demirağ and Serter (2003) further provide a thorough analysis of the ownership structures of 100 Turkish firms and conclude that family ownership is common and the firms acquire a bank in the further stages of their development. In contrast to La Porta (1998)'s argument that concentrated ownership structures act as substitutes for markets for corporate control, this structure affects the corporate performance negatively and its expected role as an alternative disciplinary corporate mechanism does not translate into increased firm value as expected in Turkey (Yurtoğlu 2000, Gönenç, 2004). Kula (2005), on the other hand, taking a different stand investigates small and not listed companies in Turkey. He concludes that the separation of chairman and general manager positions in these firms is reflected positively on the firm performance.

In sum, the characteristics of the Turkish corporate governance system can be listed as concentrated ownership, pyramidal structures, family owned companies, bank-based as in Japan and Germany, low investor protection. Thus, it is similar to German and Japanese corporate governance systems since it has a civil law legal origin.

## **II. Effectiveness of Corporate Governance Systems**

Shareholders in emerging markets as well as in developed markets are willing to pay a premium for good governance standards (Campos et al., 2002). Thus, the establishment of an effective corporate governance system for countries and for companies is essential. Assessing the existing corporate governance systems has become the focus of many studies. That is, following the argument in the previous section, instead of investigating the governance mechanisms many others study the performance of these systems.

To assess the performance or effectiveness of a corporate governance system, instead of investigating the corporate governance mechanisms, which can sub-

titute one another (La Porta et al., 1998), the focus should be on corporate governance outcomes (Macey 1997 and 1998; Gibson, 2003). It is well documented that even though the corporate governance mechanisms vary across countries the outcomes are similar (Kaplan, 1994; Gibson, 2003). Hence, all corporate governance systems no matter how they are structured, aim to reduce the agency conflicts inherent in the modern corporation.

Before proceeding with the approaches to measuring the performance of a corporate governance system, it should be noteworthy to determine the characteristics of a poor system. A poor governance system is characterized as one that comprises closely held corporations often by the founding family, weak enforcement of shareholders' legal rights and the need to improve accounting and transparency (Gibson, 2003). Macey (1997, 1998) states that there are no formalized and generally accepted criteria for determining if a particular system of corporate governance system is working. It should be noted that the OECD Principles on Corporate Governance and various corporate governance indexes (i.e., Standard & Poor's Corporate Governance Index) focus on the characteristics of corporate governance mechanisms rather than outcomes.

Conti (2003) approaches the issue from a quality perspective and at the firm level. He provides a comprehensive framework for corporate governance related quality assessment with the aim of achieving a complete set of assessments needed to check how the global governance system fits the purpose fostering the company performance. On the other hand the general approach is to determine whether the corporate governance system in place serves to its purpose.

Macey (1997, 1998) suggests three ways to measure empirically the performance of corporate governance systems. These are i) to determine the level of private benefits of control measured by the voting premium paid by investors, ii) willingness of entrepreneurs to make initial public offerings of stock, and iii) analyzing the functioning of internal and external markets for corporate control<sup>6</sup> That is, the premium paid by investors for voting stock can be used as a signal of poor governance since it proves that the investors receive private benefits of control; the investors will be more willing to purchase the stock of companies that go public if the governance system is perceived to be good; if the market for corporate control functions efficiently the poor performing managers will be replaced (Macey, 1997, 1998).

Even tough, all three measures should be considered together to determine the

---

<sup>6</sup> See Macey (1997, 1998) for a detailed discussion of these measures, see Zingales (1994) and Chung and Kim (1999) for the analysis of the relationship between voting premium and the performance of corporate governance systems in Italy and Korea, respectively.

performance of a corporate governance system, the focus of many studies and the present study has been the functioning of internal and external markets for corporate control. Manne (1965) and Macey (1997) argue that it is more advantageous to replace inefficient management in case of a poor performing corporate governance system through a takeover scheme (i.e., proxy fights, direct purchase of shares or mergers) or through appointments of new management (by blockholders, institutional investors) rather than costly bankruptcy proceedings. Within this context, the performance of a corporate governance system can be evaluated by investigating the link between corporate performance and CEO turnover (Kaplan, 1994; Abe 1997; Gibson, 2003). Thus, an effective governance system requires poor performing managers to be replaced.

The studies that examine the relationship between corporate performance and CEO turnover test this relationship by utilizing different measures of corporate performance. Some focus only on market-based measures of corporate performance (Warner et al. (1988) in the U.S.; Kang and Shivdasani (1996) in Japan), whereas many others choose to test the relationship by utilizing both market based and accounting based measures in both developed and emerging markets (Kaplan (1994) in the U.S. and Japan; Abe (1997) in Japan; Denis et al. (1997) and Parino (1997) in the U.S.; Campbell and Keys (2002) in South Korea; Volpin (2002) and Brunello et al. (2003) in Italy; Gibson (2003) in 8 emerging markets; Aviazian et al. (2004) in China). Huson et al. (2004) also investigate the post-CEO turnover corporate performance arguing that it should improve following the CEO turnover in a well functioning corporate governance system. Thus, they provide supporting evidence to their argument.

As also emphasized before, the findings of the studies suggest that successful or efficient governance systems penalize firms with poor performance. That is, Kaplan (1994) suggests that the reward – performance relations are generally similar with some differences. Abe (1997) also emphasizes that different measures of firm performance affect CEO turnover differently. In other words, contemporaneous sales growth, employment growth, negative income significantly affect CEO turnover probability while stock returns and income growth are significant in the long term. Campbell and Keys (2002), Gibson (2003) and Aviazian (2004) also provide evidence that support the above arguments that poor performance is associated to a higher likelihood of CEO turnover in emerging markets as well. Thus, the findings of these studies imply that the corporate governance systems in emerging markets are not ineffective. However, accounting based measures of corporate performance point to a stronger relationship between CEO turnover and financial performance, and only extreme levels of change in stock price affect the probability of CEO turnover in both developed and emerging markets as argued by Warner et al. (1988) and Gibson (2003).

Denis et al. (1997), Parino (1997) and Volpin (2002) suggest that the ownership

structure plays an important role in the relationship of CEO turnover and corporate performance. They argue that when the managers also hold shares of a company, they retain their positions longer, that is the higher managerial ownership insulates managers from internal monitoring efforts. On the other hand, outside blockholders or non-CEO controlling shareholders act as a substitute for outside members on board reducing agency costs. Volpin (2002) and Brunello et al. (2003) argue that poor governance is implied by low sensitivity of turnover performance when controlling shareholders are also top executives. On the contrary, Denis et al. (1997) argue that high managerial ownership should not be interpreted as being inefficient but it should be noted that it might be efficient because it better aligns the interest of managers and those of shareholders. Gibson (2003), on the other hand, provides evidence that when the firm has a domestic private large shareholder, the relationship between CEO turnover and corporate performance weakens in emerging markets.

Kang and Shivdasani (1996) and Huson et al. (2004) takes the ownership structure effect analysis one step further and investigate outside succession of a CEO. They suggest that outside succession increases with ownership by corporate blockholders and outside directors on the board. They argue that the negative relationship between CEO turnover and corporate performance is statistically significant when turnover is forced and the successor is an outsider. The outside succession effect is also related with firm size and industry. Thus, smaller firms appoint outsiders but outside succession varies across industries based the homogeneity of industry (Parino, 1997).

In sum, the existence of different corporate governance systems is well documented. However, the outcomes of these systems are found to be similar. The negative relationship between CEO turnover and corporate performance weakens when there is managerial ownership and strengthens when there is outside succession. Accounting based corporate performance measures come out to be more significant in this relationship compared to the market based measures.

In light of the above studies, the present study aims to investigate the effectiveness (ineffectiveness) of the Turkish corporate governance system whose characteristics are presented in the previous section. That is, the relationship between CEO turnover and corporate performance will be investigated, keeping in mind that a significant negative relationship only points to not being ineffective and such a relationship on its own, can not prove the contrary, that corporate governance is effective (Macey, 1997, 1998; Gibson, 2003).

### **III. Data and Summary Statistics**

The study used the data on the nonfinancial firms listed in Istanbul Stock Exchange (ISE) which had a change in their CEOs during the period 1993-2003.

The company news in the ISE weekly bulletins are searched to determine the CEO changes of firms. To investigate the link between CEO turnover and corporate performance, the information on the CEO change are matched with the financial performance variables. The financial performance variables are calculated based on the firms' financial statements at the ISE website. Since the dependent variable is a binary variable, following the studies discussed in the previous section, to test whether a negative relationship between probability of turnover and firm performance exists, the following logit regression is estimated.

$$\text{Prob}\{\text{CEO turnover}\} = f(\beta \text{ firm performance})$$

where  $\beta$  denotes the relationship tested.

#### *CEO Turnover Data*

The CEO change dates are collected from the ISE weekly bulletins. Even though the reason of change is stated briefly in many of the cases, which makes it not possible to distinguish forced departures. Majority of the cases were stated as "resignation" but the reasons were not provided. Moreover, it was not possible to get detailed information on CEO characteristics such as age, tenure and if the successor is an outsider. Thus, all CEO changes are included in the sample without distinction.

Table 2 presents the number of firms which had a change of a CEO in each year of the study period. It should be noted that after 1998, on average the CEO turnover rate is 30% each year. The CEO variable used in the analysis is a dummy variable which takes the value of 1 if there is a change in the CEO in a year and 0 otherwise.

**Table 2: Distribution of Firms with CEO Changes on a Yearly Basis**

Year	No. of firms with CEO Changes	% of firms with CEO Changes
1993	2	2/53 = 0,0377
1994	0	0/56 = 0,000
1995	4	4/57 = 0,0702
1996	6	6/58 = 0,1034
1997	10	10/58 = 0,1724
1998	16	16/59 = 0,2712
1999	16	16/59 = 0,2712
2000	18	18/59 = 0,3051
2001	16	16/59 = 0,2712
2002	13	13/59 = 0,2203
2003	15	15/58 = 0,2586

#### *Corporate Performance Data*

Studies in the literature mainly use return on assets, sales growth, stock return,



change in return on assets and negative pretax income as corporate performance variables. However, the way these variables are computed varies across studies. These variables and their definitions as used in this study are presented in Table 3. It should be noted that these performance variables are not adjusted for industry means since the industry were not available for the whole sample period. Only the stock return is market adjusted.

As can be seen from Table 3, three different definitions of earnings is used in the study to compute return on assets and the change in earnings to total assets ratio. These are i) earnings before tax (EBT), ii) earnings before interest and taxes excluding extraordinary income (BIT), iii) earnings before interest and taxes including extraordinary income (EBIT). Also the contemporaneous and lagged total assets figures are used in the ratios. The variables are put into the analysis individually and all together. The earnings definition is matched for the return on assets and change in earning to total assets ratio variables and the same definition is used in the estimation of the logit regressions.

The longitudinal evaluation of corporate performance of Abe (1997) is not followed in the present study due to data constraints. However, the relationship between CEO turnover and corporate performance is tested by using both the contemporaneous and lagged values of corporate performance.

<b>Market Based Variable</b>	
Stock Return (RET)	
Annual stock return – Annual return on ISE 100 Index	
<b>Accounting Based Variables</b>	
Negative Pretax Income Dummy (PreInc)	
	1 if pretax income is negative, 0 otherwise
Sales Growth (SaleGro)	
	Ln difference in sales
Return on Assets	
(ROA)	Earnings Before Tax / Total Assets
(ROA2)	Earnings Before Interest and Taxes (incl. extraordinary income) / Total Assets
(ROA3)	Earnings Before Interest and Taxes (excl. extraordinary income) / Total Assets
Return on Lagged Assets	
	Earnings Before Tax / Total Lagged Assets
	Earnings Before Interest and Taxes (incl. extraordinary income) / Total Lagged Assets
	Earnings Before Interest and Taxes (excl. extraordinary income) / Total Lagged Assets
Change in Earnings / Total Assets	
	Change in Earnings Before Tax / Total Assets
	Change in Earnings Before Interest and Taxes (incl. extraordinary income) / Total Assets
	Change in Earnings Before Interest and Taxes (excl. extraordinary income) / Total Assets
Change in Earnings / Lagged Total Assets	
	Change in Earnings Before Tax / Lagged Total Assets
	Change in Earnings Before Interest and Taxes (incl. extraordinary income) / Lagged Total Assets
	Change in Earnings Before Interest and Taxes (excl. extraordinary income) / Lagged Total Assets

Table 4 provides information on the minimum, maximum and mean values of all the corporate performance variables of the whole sample. Table 5 presents the means and standard deviations of the variables for each subsample of CEO variable used in the analysis. It also provides the F statistic for the comparison of the means of each sample. As can be seen from the table means of sales growth and return on assets are statistically different between the subsamples formed based on the existence of a CEO change. The expected negative relationship can be observed by examining the means of the no change in CEO and change in CEO subsamples for each performance variable except sales growth.

**Table 4: Descriptive Statistics of Performance Variables**

Variable	N	Minimum	Maximum	Mean	Std Dev.
Stock Return	555	-5.6999	19.6492	-0.718553	1.9196788
Sales Growth	563	10.7555	21.6060	15.392115	1.8750063
EBT / TA (ROA)	601	-1.7708	2.5947	0.124462	0.2971255
EBIT / TA (ROA2)	602	-3.9351	2.1172	-0.015376	0.4366636
BIT / TA (ROA3)	602	-3.9795	2.1143	0.079529	0.4613785
CEBT / TA	583	-2.4945	2.8510	0.046145	0.3669729
CEBIT / TA	583	-3.4287	4.1298	0.000661	0.4974330
CBIT / TA	583	-3.4772	4.1667	0.033290	0.5083078
CEBT / LAGTA	582	-2.8800	8.6648	0.134633	0.6187052
CEBIT / LAGTA	584	-6.4696	8.0340	0.036468	0.7740048
CBIT / LAGTA	583	-6.5610	7.9982	0.113000	0.7962870

After the analysis of Table 5, the change in earnings to lag total assets is dropped from the tests as an alternative measure due to the low and insignificant F-statistics. Rather the total assets figure is used in instead of the lag total assets figure in the ratios included in the analysis. Even though lag variables except lag sales growth and lag ROA3 do not have statistically significant F statistics, they are included in the logit estimation.

**Table 5: Means and Standard Deviations of the Variables Grouped on CEO Variable**

Variable	No Change in CEO		Change in CEO		F Statistic
	Mean	Std. Dev.	Mean	Std. Dev.	
Stock Return	-0,6704	2,0383	-0,9111	1,3341	1,396
Sales Growth	15,2362	1,8938	16,0966	1,6171	18,122**
EBT / TA (ROA)	0,1370	0,2870	0,0690	0,3338	4,763*
EBIT /TA(ROA2)	0,0007	0,4483	-0,0861	0,3751	3,635*
BIT / TA (ROA3)	0,1061	0,47064	-0,0369	0,3999	8,876**
CEBT / TA	0,0588	0,3424	-0,0092	0,4564	3,060
CEBIT / TA	0,0599	0,4687	-0,0225	0,6087	0,292
CBIT / TA	0,0451	0,4765	-0,0180	0,6283	1,367
CEBT / LAGTA	0,1498	0,5221	0,0676	0,9316	1,555
CEBIT / LAGTA	0,0439	0,7178	0,0037	0,9852	0,240
CBIT / LAGTA	0,1346	0,7385	0,0191	1,008	1,867
Lag Stock Return	-0,6549	2,0731	-0,9117	1,4467	1,449
Lag Sales Growth	15,1963	1,9083	15,8348	1,6099	10,466**
Lag ROA	0,1379	0,2925	0,0989	0,3467	1,481
Lag ROA2	-0,0008	0,4073	-0,0654	0,5519	2,014
Lag ROA3	0,1214	0,4239	0,0133	0,5813	5,173*
Lag CEBT / TA	0,0744	0,2877	0,0548	0,3649	0,367
Lag CEBIT / TA	0,0103	0,4055	-0,0426	0,5164	0,1347
Lag CBIT / TA	0,0442	0,4215	-0,0188	0,5332	1,780
Lag CEBT / LAGTA	0,16668	0,4854	0,1429	0,8896	0,146
Lag CEBIT / LAGTA	0,0506	0,6291	-0,0297	1,0655	1,052
Lag CBIT / LAGTA	0,1333	0,6591	0,0299	1,0838	1,634

\* Significant at the 5% level.

\*\* Significant at the 1% level.

#### IV. Empirical Findings

The logit regression stated above for each of the performance measures are estimated separately. Both the contemporaneous and lagged measures are tested. It should be reemphasized that the return on assets and change in earnings to assets measures that utilize lag total assets in their denominators are excluded from the analysis. The logit regression is also estimated for the five performance measures together.

Table 6 presents the findings of the estimation of the logit regression for the individual performance variables. As can be seen from the table even though both the contemporaneous and lagged market based performance measures have the expected negative signs, they are not statistically significant. On the other hand, except sales growth and the negative pretax income dummy variables all the other accounting based measures have the expected negative signs implying that as the performance of the company based on accounting measures declines, the likelihood that there is a CEO change increases. None of the lagged measures of return on assets and change in earnings to total assets ratio except ROA3 are statistically significant. On the other hand, the coefficients of contemporaneous ROA, ROA3, CEBT/TA measures' coefficients are statistically significant and negative.

The sales growth and negative pretax income variables are statistically significant in both contemporaneous and lagged equations with a positive sign. This implies that if the company incurs a negative pretax income, the probability of a change in the CEO increases. On the other hand, the positive coefficient of sales growth is worth investigation. The companies in this period may have increased their sales but since the Turkish economy has gone through three major crises in this period, the sales growth may not have been translated into earnings. Thus, the companies may have gone through a CEO change as a result. Another possible explanation can be that sales growth variables acts as a proxy for size. The positive relationship may be explained as companies getting larger put in place better corporate governance systems. In either case, the positive coefficient of the sales growth variable calls for further analysis.

As well as testing each performance measure separately, the performance measures are also tested together. That is, the logit regressions are run by using multiple performance measures in the analysis. The earnings definition used for return on asset variable is matched with the same earnings definition for change in assets to total assets variable. Table 7 provides the results of the logit regressions for the multiple performance measures. Two types of logit regressions are run, one with contemporaneous measures and the other one with lagged measures.

In these regressions, all the stock return coefficients are insignificant with expected negative coefficients as well. On the other hand all the other accounting

based measures have positive coefficients only sales growth having statistical significance. One reason may be the correlation between the accounting measures which reduces their values even though they were found to be significant in the equations when included separately. Abe (1997) documented a similar result in his study for Japan.

In sum, the findings show that mainly the contemporaneous accounting based measures have more explanatory power of CEO turnover and influence the probability of a CEO change. That is, as a company's performance declines in terms of accounting based measures of performance, the probability of a change in the CEO increases. However, the sales growth and negative pretax income variables stand out to be major determinants even though the relationship found for sales growth is positive in contrast to expectations.

**Table 6: Logit Regressions of CEO Change on a Single Performance Variable**

Variable	Logit Coefficient (t-value)	Pseudo R <sup>2</sup>	Goodness of Fit Statistic (p value)
Stock Return	-0,0761 (1,1880)	0,0027	10,9823 (0,1354)
Sales Growth	0,2469*** (4,1152)	0,0330	6,6989 (0,2477)
PreIncome	0,8047*** (3,3926)	0,0189	10,2384 (0,4315)
EBT / TA (ROA)	-0,8527** (2,1842)	0,0088	13,9201 (0,0008)
EBIT / TA (ROA2)	-0,4019 (1,8472)	0,0056	13,2452 (0,0120)
BIT / TA (ROA3)	-0,5794** (2,7694)	0,0134	24,5658 (0,0003)
CEBT / TA	-0,5023* (1,7440)	0,0054	11,8868 (0,0228)
CEBIT / TA	-0,1160 (0,5409)	0,0005	7,0814 (0,3190)
CBIT / TA	-0,2459 (1,1702)	0,0024	16,8796 (0,0029)
Lag Stock Return	-0,0775 (1,2104)	0,0030	5,7358 (0,7293)

Variable	Logit Coefficient (t-value)	Pseudo R <sup>2</sup>	Goodness of Fit Statistic (p value)
Lag Sales Growth	0,1837*** (3,1733)	0,0188	10,6151 (0,0883)
Lag PreIncome	0,489804** (1,9687)	0,0066	11,0521 (0,2122)
Lag ROA	-0,4477 (1,2185)	0,0027	10,2759 (0,2462)
Lag ROA2	-0,3036 (1,3991)	0,0031	12,8961 (0,0882)
Lag ROA3	-0,4455** (2,1813)	0,0078	12,3836 (0,0471)
Lag CEBT / TA	-0,2231 (0,6063)	0,0006	18,0191 (0,0004)
Lag CEBIT / TA	-0,2781 (1,1558)	0,0023	12,2234 (0,0227)
Lag CBIT / TA	-0,3068 (1,3264)	0,0031	9,7693 (0,3694)

\* statistically significant at 10% level

\*\* statistically significant at 5% level

\*\*\* statistically significant at 1% level

In addition to a single performance variable, all logit regressions include a constant. The pseudo R<sup>2</sup> is defined as  $1 - L/L_0$ , where L is the logit regression's log likelihood and L<sub>0</sub> is the log likelihood of a logit regression with constant only. The logit regression goodness of fit test is the Hosmer-Lemeshow test, with the data divided into 10 groups with a  $\chi^2$  distribution.

**Table 7: Logit Regressions of CEO Change on a Multiple Performance Variable**

Variable	Earnings = EBT	Earnings = EBIT	Earnings = BIT
Stock Return	-0,08793 (1,1690)	-0,0931 (1,2235)	-0,0921 (1,2158)
Sales Growth	0,2051*** (3,1925)	0,2075** (3,2184)	0,1998** (3,081)
PreIncome	0,3363 (1,0710)	0,3254 (1,0701)	0,2634 (0,8521)
EBT / TA (ROA)	-0,2836 (0,4412)		
EBIT /TA(ROA2)		-0,2761 (0,6524)	
BIT / TA (ROA3)			-0,2967 (0,7215)
CEBT / TA	0,0715 (0,1474)		
CEBIT / TA		0,134320 (0,3694)	
CBIT / TA			0,0192 (0,0529)
<b>Pseudo R<sup>2</sup></b>	0,0308	0,03126	0,0324
<b>Goodness of Fit (p value)</b>	9,4531 (0,4416)	9,0511 (0,4704)	10,1618 (0,2803)
Lag Stock Return	-0,0939 (1,2992)	-0,0831 (1,1598)	-0,0852 (1,1979)
Lag Sales Growth	0,1331** (2,0883)	0,1364** (2,1460)	0,1296** (2,0162)
Lag PreIncome	0,3244 (1,0122)	0,3667 (1,1995)	0,3398 (1,0881)
Lag ROA	-0,8822 (1,0008)		
Lag ROA2		-0,1562 (0,3075)	
Lag ROA3			-0,2517 (0,5313)



Variable	Earnings = EBT	Earnings = EBIT	Earnings = BIT
Lag CEBT / TA	0,7722 (0,9663)		
Lag CEBIT / TA		-0,0296 (0,0598)	
Lag CBIT / TA			0,0703 (0,1551)
<b>Pseudo R<sup>2</sup></b>	0,0218	0,0206	0,0208
<b>Goodness of Fit (p value)</b>	11,1868 (0,0332)	10,7205 (0,0249)	9,0358 (0,0959)

\* statistically significant at 10% level

\*\* statistically significant at 5% level

\*\*\* statistically significant at 1% level

The t-values for the coefficients are in the parentheses. In addition to the multiple performance variables, all logit regressions include a constant. The pseudo R<sup>2</sup> is defined as  $1 - L/L_0$ , where L is the logit regression's log likelihood and L<sub>0</sub> is the log likelihood of a logit regression with constant only. The logit regression goodness of fit test is the Hosmer-Lemeshow test, with the data divided into 10 groups with a  $\chi^2$  distribution.

## V. Concluding Comments

Corporate governance is defined as the mechanisms that align the interests of managers and stakeholders. The agency conflict can take two forms. It can be experienced between the managers and shareholders or between controlling and minority shareholders. The corporate governance systems vary across countries based on the legal system, protection of investor rights, history and culture. Even though some convergence in these systems is observed and OECD corporate governance principles around the world are being enforced, it is argued by many researchers that different governance systems will evolve. Thus, there is no "one-size-fits-all" structure.

Besides the investigation of corporate governance systems, it is also crucial to examine the effectiveness of corporate governance systems. To test the effectiveness (ineffectiveness) of a system, the focus should be on the outcomes. One major outcome of an effectively working governance system is the CEO turnover when the corporate performance is poor. The present paper has tested the effectiveness (ineffectiveness) of the Turkish corporate governance system. Thus, it is worth noting that only one dimension of effectiveness is not sufficient to state whether a system is effective. The CEO turnover and performance measures are tested by using the logit regressions.

The findings of the study provide evidence that the stock market return is not a significant measure and a determinant of CEO turnover. However, it should be noted that as this can be a reflection of Turkey being a civil law country and having concentrated ownership structures. That is, as a developing market the capital market of Turkey has not been a major source of funds for companies and the percentage of shares traded is relatively low. As a result, the concentrated ownership structure is developed as a substitute of the discipline provided by the investors in the capital markets. The stock price performance may also have an effect the probability of CEO turnover in the long run or if it is at extreme levels as documented by Warnet et al. (1988), Abe (1997) and Gibson (2003).

The present study used three different measures of earnings in the analysis. However, earnings before tax come out to be the major measure. If the pretax income is negative, then the CEO turnover probability is high. In the logit regression estimates, the negative pretax income variable has greater influence compared to measures of the changes in earnings to assets or return on assets variables. The evidence on the sales growth variables in all estimates is contradictory to expectations. However, even though the result may be interpreted as this variable serving as a proxy for size, thus pointing to larger firms having more effective governance structures, it requires further analysis.

The findings should be evaluated by taking into account the limitations of the study. In the analysis, no control variables were included. Especially the size dummies and year dummies may influence the results. Since the period of the study includes years of crisis for the Turkish economy, the results may have been affected from this negative economic environment. The ownership structures of companies were not considered in the analysis. Due to the lack of detailed information on the CEOs, CEO characteristics had to be excluded from the analysis. The inclusion of industry adjusted accounting based measures may have strengthened the relationship between these measures and the probability of CEO turnover.

In sum, the present study has provided evidence that the Turkish corporate governance system is not ineffective, but this evidence on its own can not be interpreted as it being effective. The CEOs in Turkey are evaluated based on the accounting based measures mainly the pretax income figure which may be the reflection of a corporate governance system that can be characterized by being bank based, having concentrated ownership structures and low investor protection.

## REFERENCES

- Abe, Y.**, “Chief Executive Turnover and Firm Performance in Japan”, *Journal of the Japanese and International Economies*, Vol.11, 1997, pp.2-26.
- Ararat M., M. Uğur**, “Corporate Governance in Turkey: an Overview and Some Policy Recommendations”, *Corporate Governance*, Vol.3 No:1, 2003, pp.58-75.
- Aviazian, V.A. , Y. Ge, J. Qiu**, “Corporate Governance and Manager Turnover: An Unusual Social Experiment”, *Journal of Banking and Finance*, Vol.29 issue:6, pp. 1459-1481.
- Barton, D. , P. Coombes, S.C. Wong**, “Asia’s Governance Challenge”, *The McKinsey Quarterly*, No:2, 2004.
- Berglöf, Erik and von Thadden, Ernst-Ludwig**, "The Changing Corporate Governance Paradigm: Implications for Transition and Developing Countries" (June 1999). Conference Paper, Annual World Bank Conference on Development Economics, Washington D.C..
- Brunello, G. , C. Graziano, B.M. Parigi**, “CEO Turnover in Insider-dominated Boards: The Italian Case”, *Journal of Banking and Finance*, Vol.27, 2003, pp.1027-1051.
- Campbell, T.L., P.Y. Keys**, “Corporate Governance in South Korea: the Chaebol Experience”, *Journal of corporate Finance*, Vol.8, 2002, pp. 373-391.
- Campos, C.E., R.E. Newell, G. Wilson**, “Corporate Governance Develops in Emerging Markets”, *McKinsey on Finance*, 2002, pp.15-18.
- Carati, G., A.T. Rad**, “Convergence of Corporate Governance Systems”, *Managerial Finance*, Vol. 26, No:10, 2000, pp. 66-83.
- Chung, K.H., J.K. Kim**, “Corporate Ownership and the Value of a Vote in an Emerging Market”, *Journal of Corporate Finance*, Vol.5,1999, pp. 35-54.
- Claessens, S., J.P. Fan**, “Corporate Governance in Asia: A Survey ”, *International Review of Finance* , Vol.3, No:2, 2002, pp. 71-103.
- Conti, T.**, “Quality Assessments for Improvement in Corporate Governance”, *Annual Quality Congress Proceedings*, 2003, pp. 113-122.
- Demirağ, I., M. Serter**, “Ownership Patterns and Control in Turkish Listed Companies”, *Corporate Governance*, Vol.11 No:1, January 2003, pp.40-51.
- Denis, D.J. , K.D. Denis, A. Sarin**, “ Ownership Structure and Top Executive Turnover”, *Journal of Financial Economics*, Vol.45, 1997, pp. 193-221.

**Denis, K.D.**, “Twenty-five Years of Corporate Governance Research...and Counting”, *Review of Financial Economics*, Vol.10, 2001, pp. 191-212.

**J.J. McConnel**, “International Corporate Governance”, *Journal of Financial and Quantative Analysis*, Vol.38, No:1, March 2003, pp. 1-36.

**Estrin, S., M. Wright**, “Corporate Governance in the Former Soviet Union: an Overview”, *Journal of Comparative Economics* Vol.27, 1999, pp. 398-421.

**Fama, E.F.**, “Agency Problems and The Theory of The Firm”, *The Journal of Political Economy*, Vol.88, No:2, April 1980, pp. 288-307.

**Gibson, M.S.**, “Is Corporate Governance Ineffective in Emerging Markets”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.38 No:1, March 2003, pp.231-250.

**Göneç, H.** “Sermaye Sahipliği Yapısı, Yatırımcıların Korunması ve Firma Değeri: Türkiye, A.B.D. ve Japonya Karşılaştırması ”, 8. Ulusal Finans Sempozyumu 2004. pp. 157-167.

**Hoskisson, R.E. , D. Yiu, H. Kim**, “Corporate Governance Systems: Effects of Capital and Labor Market Congruency on Corporate Innovation and Global Competitiveness”, *Journal of High Technology Management Research*, Vol.15, 2004, pp. 293-315.

**Huson, M.R. , P.H. Malatesta, R. Parrino**, “Managerial Succession and Firm Performance”, *Journal of Financial Economics*, Vol.74, 2004, pp. 237-275.

**Jensen, M.C. , W.H. Meckling**, “Theory of the Firm”, *The Journal of Financial Economics*, Vol.3, No:4, October 1976, pp. 305-360.

**Kang, J.K. , A. Shivdasani**, “Does the Japanese Governance System Enhance Shareholder Wealth? Evidence from the Stock-price Effects of Top Management Turnover”, *The Review of Financial Studies*, Vol.9, No:4, 1996 pp. 1061-1095.

**Kaplan, S.N.**, “Top Executive Rewards and Firm Performance: A Comparison of Japan and the United States”, *Journal of Political Economy*, Vol.102 No:3, 1994, pp. 510-546.

**Kula, V.**, “The Impact of the Roles, Structure and Process of Boards on Firm Performance: Evidence from Turkey”, *Corporate Governance*, Vol.13, No:2, March 2005, pp. 265-277.

**La Porta, R., F. Lopez De-Silanes, A. Shleifer**, “Corporate Ownership Around the World”, *The Journal of Finance*, Vol.54 No:2, April 1999, pp. 471-517.

**R. Vishny**, “Investor Protection and Corporate Governance”, *Journal of Financial Economics*, Vol.58, 2000, pp. 3-27.

“Law and Finance ”, *The Journal of Political Economy*, Vol.106, No:6, 1998, pp. 1113-1155.

**Lee, J.**, “ Causes for Business Failures: Understanding the 1997 Korean Crisis”, *Journal of Asian Economics*, Vol.9, No:4, 1998, pp. 637-651.

**Macey, J.**, “Measuring the Effectiveness of Different Corporate Governance Systems: Toward a More Scientific Approach”, *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol.63, No:2, 1998.

**Macey, J., G. Miller**, “Corporate Governance and Commercial Banking: A Comparative Economic Perspective with Emphasis on Germany ,Japan and The United States”, *Stanford Law Review*, Vol. 48, No:1, 1995, pp.73-112

**Macey, J.R.**, “Institutional Investors and Corporate Monitoring: A Demand-Side Perspective”, *Managerial and Decision Economics*, Vol. 18, 1997, pp. 601-610.

**Manne, H.G.**, “Mergers and the Market for Corporate Control”, *Journal of Political Economy*, Vol.73, 1965, pp.110-120.

**McCarthy, D., S. Puffer**, “Corporate Governance in Russia: Towards a European, US, or Russian Model?”, *European Management Journal*, Vol.20, No:6, 2002, pp. 630-640.

**Miller, M.** “Is American Corporate Governance System Fatally Flawed”, in *Stern, J. , H.J. Chew (Eds.),The Revolution in Corporate Finance*, Blackwell Publishing, Oxford,2003, pp. 518-525.

**OECD**, *Corporate Governance in Eurasia: A Comparative Overview*, OECD Publications Service, 2004a.

*Principles of Corporate Governance*, OECD Publications Service, 2004b.

*Survey on Corporate Governance Developments in OECD Countries*, OECD Publications Service, 2003.

**Parrino, R.**, “CEO Turnover and Outside Succession A Cross-sectional Analysis”, *Journal of Financial Economics*, Vol.46, 1997, pp. 165-197.

**Peck, S.I. , W. Ruigrok**, “Hiding Behind the Flag? Prospects for Change in German Corporate Governance”, *European Management Journal*, Vol.18, No:4, August 2000, pp. 420-430.

**Perotti, E.C., E.L. von Thadden**, “Strategic Transparency and Informed Trading: Will Capital Market Integration Force Convergence of Corporate Governance?”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.38 No:1, March 2003, pp. 61 – 85.

**Puffer, S.M. , D. McCarthy**, “The Emergence of Corporate Governance in Russia”, *Journal of World Business*, Vol.38, 2003, 284-298.

**Rubach, M., T.C. Sebor**, “Comparative Corporate Governance: Competitive Implications of an Emerging Convergence”, *Journal of World Business*, Vol.33 No:2, 1998, pp. 167-184.

**Scott, K.**, “The Role of Corporate Governance in South Korean Economic Reform”, in Stern, J. , H.J. Chew (Eds.),*The Revolution in Corporate Finance*, Blackwell Publishing, Oxford,2003, pp. 526-534.

**Shleifer, A., R. Vishny**, “A Survey of Corporate Governance”, *The Journal of Finance*, Vol.52 No:2, June 1997, pp. 737-783.

**Volpin, P.F.**, “Governance with Poor Investor Protection: Evidence From Top Executive Turnover in Italy”, *Journal of Financial Economics*, Vol.64, 2002, pp. 61-90.

**Warner, J.B. , R.L. Watts, K.H. Wruck**, “Stock Prices and Top Management Changes”, *Journal of Financial Economics*, Vol.20, 1988, pp. 461-492.

**Yafeh, Y.**, “Corporate Governance in Japan: Past Performance and Future Prospects”, *Oxford Review of Economic Policy*, Vol.16, No:2, 2000, pp.74-84.

**Yoshikawa, T., P.H. Phan**, “Alternative Corporate Governance Systems in Japanese Firms: Implications for a Shift to Stockholder-centered Corporate Governance”, *Asia Pacific Journal of Management*, Vol.18, Issue:2, June 2001, pp. 183-200.

“The Performance Implications of Ownership-driven Governance Reform”, *European Management Journal*, Vol.21, No:6, December 2003, pp. 698-706.

**Yurtoglu, B.B.**, “Ownership, Control and Performance of Turkish Listed Firms”, *Empirica*, Vol.27, 2000, pp. 193-222.

**Zingales, L.**, “The Value of the Voting Right: A Study of the Milan Stock Exchange Experience”, *The Review of Financial Studies*, Vol.7 No:1, 1994, pp. 125-148.



## ÜLKEMİZDEKİ KURUMSAL YÖNETİM SİSTEMİNİN ETKİNLİĞİNİN ÖLÇÜLMESİ

**Osman DİNÇBAŞ**  
Güney SMMM. A.Ş.

Çok teşekkürler Sayın Başkan.

Sayın Başkanlar, sayın konuklar, sayın meslektaşlarım; iyi günler diliyorum.

Ben de zamanı oldukça iyi kullanmaya çalışacağıma söz veriyorum.

Ben bu konuyu biraz daha pratiğe indirgeyerek sizlerle paylaşmak istedim. Hem benim kendi şahsi ilgi alanım iç denetim ve muhasebe denetimi ve bunun getirdiği kavramlar ve buradaki bazı deneyimleri sizlerle paylaşmak istedim. Umuyorum ilginizi çeker ve hatta sorular da gelirse memnuniyetle üzerinde tartışabiliriz.

Bu gördüğümüz üçgen aslında daha önceki iki değerli konuşmacının anlattıklarının bir özeti. Bu yüzden çok üzerinde durmayacağım. Kurumsal yönetimi bir yerde toparlayan bir üçgen bu. Yalnız bu üçgenin dış çeperlerine dikkatinizi çekmek istiyorum, onu uygulayacağım. Eğer kurumsal yönetim bir tür makine ise, bu makinenin yağı bence bu dış çeperdeki altı kavram; ki, bunlar iletişim, bildirim ve geri bildirim, iç ve dış denetim ve bence en önemlisi tabanda bulunan ölçüm ve hesap verebilirlik.

Özellikle hesap verebilirliğe dikkat çekmek istiyorum. Çünkü bence ülkemizin iç kültüründe bu konuda Batıya göre farklı bir anlayış var. Biz hesap verebilirliği biraz olumsuz algılıyoruz. Aslında hesap verebilirlik, kesinlikle olumsuzluk içermeyen bir terimdir. Ama maalesef bizim Türkçe’ mizde “hesap ver bakalım” diye başlayan ve hem arkasından insanların mağdur eden bir eylem olduğu için, hesap verebilirliği biz bir yerde sonuçta yapılan bir eylem olarak gördüğümüzden dolayı sanıyorum, kültürümüze biraz değişik bir yerden girmiş diye düşünüyorum.

Ama hesap verebilirlik her zaman yapılan eylemleri bir yere dayandırarak, belli kurallara dayandırarak doğru çalıştığımızı göstermektir. Yani kendi içinde olumlu bir anlam içerir.

Kurumsal yönetim yapısı üçgeninin dışında gördüğümüz düzenleyici kurumlar, yatırımcı gruplar, finansal ortam gibi noktalar da gene daha önce değinilen paydaşlar. Ayrıca sanıyorum, Türkçe’ de henüz ortak bir terimde anlaşamadık, birkaç şekilde ifade ettiğimiz grupları gösteriyor.

Benim anlatacağım kısım risk yönetimi. Kurumsal yönetimin ilkeleri doğrultusunda riski nasıl yönetmeliyiz. Bu yöneteceğimiz riskin önce bir kere ne olduğunu tanımlamak gerekiyor diye düşünüyorum.



Risk nedir diye baktığımız zaman, temelde kurumsal yönetim anlamında riski bir şirketin ilgi gruplarına -ki bunlar paydaşlar da olabilir- sağladığı değeri maksimize etmesini engelleyen ve hedeflerini gerçekleştirememesine neden olan tehdittir. Risk, hem fırsatların kaçırılmasından, hem de tehditlerin gerçekleşmesi veya hata yapılmasından dolayı ortaya çıkabilir.

Bu tanımlar çerçevesinde, hepimiz biliyoruz ki risk başarı için kaçınılmaz bir unsurdur. Eğer risk yoksa başarı da genel de yoktur. Risklerin zamanında dikkate alınması önemlidir, çok erken dikkate alırsanız veya zaman içerisinde geç dikkate alırsanız risk oluşmuş olur, hiçbir işe yaramaz ve tabii ki belirsizlik riskin getirdiği veya yaşadığı en önemli faktörü diyebiliriz.

Bundan sonra biraz karmaşık bir slayt gelecek, şimdiden uyarayım, onun bir kısmıyla ilgileneceğiz. Hem kişisel olarak, hem şirketler olarak herkes, her şey bir risk evreninde yaşıyor.

Sağdaki finansal riskler ve gördüğümüz gibi her ana topun bağlandığı daha alt gruplar var. Örneğin operasyonel risklere baktığımız zaman, şirketin süreçleri, şirketin kurum kültürü, maddi varlıklar, yasal düzenlemeler, bunlar operasyonel risklerin altındaki riskler, yönetilmesi gereken. Bilgiye baktığımız zaman şirketin kullandığı sistemler,

şirketin bilgi yönetimi, şirketteki fikrî mülkiyet, bununla ilgili risklerin yönetimini görüyoruz. Stratejik risklerin altında ise piyasa yapısı, genelde yönetim ve bu paydaşların bulunduğu ilgi gruplarının getirdiği risklerin yönetimi var.

Bizim ilgileneceğimiz, finansal riskler ve bunları nasıl yöneteceğimizdir. Burada bir daha bu kategoriye girmeyeceğiz, o yüzden şimdi toparlayıp geçeceğim burayı. Piyasa, likidite ve kredi, raporlama ve şirketin sermaye yapısı, yönetilmesi gereken temel alt risk grupları.

Risk yönetimi olmayınca ve eksik olunca neler olduğunu hepimiz biliyoruz, yine meşhur isimlere çok kısaca değineceğim; Enron, Worldcom, bunların temelde ortak noktası, şirketlerdeki belli seviyelerdeki yöneticilerin attıkları adımlarla ilgili risk yönetiminin eksik olmasıydı sonuç olarak. Hepsinin temel olarak vardıdığı ortak nokta bu.

Bütün bu yaşanan olaylardan sonra ve bunların getirdiği sonuçlar olsun, benzeri kurumsal yönetim adımları olsun, şu anda sanıyorum şirketlerdeki üst yöneticileri temelde geceleri uyutmayan dört tane soru var.

Üst yöneticiyi ne uyutmaz geceleyin? Birincisi, riskimizin ne olduğunu biliyor muyum? Bir yöneticinin olabilecek en kötü şey, sabah kalktığında hiç ummadığı bir riskin oluşmuş olması. Bu, riskin oluşmuş olmasından daha da kötü bir duygu ve daha kötü bir durum. İkincisi, eğer bu risklerin ne olduğunu biliyorsam, bu risklerle ilgili gerekli kontroller yerinde mi? Üçüncüsü, eğer bu kontrol-

ler yerindeyse bunlar çalışıyor mu? Yöneticiye birileri kontroller var, yerinde diyebilir ama, acaba bunlar çalışıyor mu? Yöneticinin bunu bilmesi gerekiyor. Ve daha ne yapabilirim, neler geliştirebilirim?

Bu dört ana konu, üst düzey yönetimin daimi olarak kafasını meşgul eden konular ve özellikle muhasebe açısından baktığımız zaman, meslektaşlarımızın kendi müşterilerinde bu konuları irdeleyerek müşterilerine daha çok değer katabileceğine kesinlikle inanıyorum. Şahsen bunu ben kendi müşterimde yaşıyorum. Aslında bunları hepimiz yaşıyoruz, hepimiz burada bir iş yönetiyoruz ve hepimizin kendi iş yerinde bu soruları biz, belki bu kelimeler değil ama, farklı kelimelerle soruyoruz eminim.

Risk yönetimi ve değer yaratmak.

Bu konudan daha önce bahsedildi değerli konuşmacılar tarafından. Ben çok kısaca üzerinden gideceğim. Temelde risk yönetiminin hedeflediği nedir? Şirketin sahiplerinin ya da hissedarların değerinin artırılması; buna yönelik olarak sürprizlerden kaçınılması. Kimse, özellikle iş dünyası sürprizleri sevmez. Stratejik hedefleri başarmak, finanssal performansın artırılması tabii ki. Tekrarlıyoruz burada, hesap verebilirliğin artırılması ve bunların hepsinin yer aldığı kurumsal yönetimin geliştirilmesi. Her şirket değer yaratmayı hedefler, hiçbir şirket kurulduğunda veya yönetilirken değeri azaltayım veya zarar edeyim diye bir hedef tabii ki koymaz.

Risk yönetimi değer yaratılmasını yanı sıra, yaratılan değerın korunmasının ve geliştirilmesinin de güvencesidir. Bu çok önemli bir şey. Ve risk yönetimi, iyi kurumsal yönetimin ayrılmaz bir parçasıdır. Bu bir kültürdür. Bunu sadece belirli kurallar, belirli tebliğlerle yayınlayarak yürütemezsiniz. Bu kültürü insanların sindirmesi gerekiyor kanaatimce.

Kurumsal yönetim çerçevesinde denetim ve risk yönetimi ilişkisi; bu yine karmaşık bir slayt, bunu çok çabuk geçeceğim. Burada dış denetim, iç denetim, bunların yönetim tarafından ve denetim komitesi tarafından yönetim kuruluna raporlanması ve sonuçta hissedarlara raporlanmasını görüyoruz. Burada ben temele inmek istiyorum. Temelde o dört soruya gitmek gerekiyor; risklerimin ne olduğunu biliyor muyum sorusuna gitmek gerekiyor, hepsi oradan başlıyor.

Öncelikle demek ki, riskimizi saptadıktan sonra, analiz etmemiz gerekiyor ve analizi bitirdikten sonra bu riski nasıl bertaraf edeceğimizi bilmemiz gerekiyor. Bunu nasıl yapacağız? Bu basit bir slayt, ama önemli bir slayt. Temelde risk analizinin iki ana konuya dayandığını gösteriyor, olasılık ve etki. Riskin olma olasılığı ve riskin etkisi veya riskin gücü diyelim, olduğu zaman yaratacağı etki. Bu, gördüğümüz gibi olasılık eksenine baktığımız zaman yüksek olasılıkta ve yüksek etki, yani en sağdaki kare, ki o üç kare kırmızı kare yüksek riski gösteren kareler, saptandığı zaman olabildiğince çabuk bir şekilde bertaraf edilmesi

gereken riskleri içeriyor. Yüksek olasılığı bulunan ve yüksek etkisi bulunan riskleri.

Buna bir örnek sunmak istersek, örneğin benzin taşıyorsanız ve şoför sigara içeriyorsa burada yüksek olasılıklı ve etkisi büyük bir risk görüyorsunuz demektir. Muhasebeden örnek verelim; eminim bunu çok sık görüyorduk veya gene görüyoruz; şirketin kasasında yüksek miktarda nakit varsa ve bu devamlı taşıyorsa ve orada çok cüzû maaşlı bir kasiyer bu paradan sorumluysa, siz bir yerde benzinle ateşi karşı karşıya bırakıyorsunuz demektir. Yüksek riski, yüksek yetkiyi de beraber oluşturabilecek şekilde bir arada bırakıyorsunuz demektir.

Bunları nasıl bertaraf edeceğiz?

Bunun bir yapısal yönetim var tabii ki. Temelde dört katmandan oluşan bir risk yönetimi söz konusu. Riski analiz ettikten sonra riskin kendi içsel boyutunu ortaya çıkarttırıyoruz, daha doğrusu içsel riski saptıyoruz. Yani dediğim gibi yüksek miktarda nakdi şirketteki kasada tutmak, nakit kendisi içsel riski yüksek olduğu için tehlikeli bir olay. Dolayısıyla, saptanan risklerin bu kendi içsel boyutunu olabildiğince minimuma indirmemi gerekiyor. Bunu nasıl yapacağız? Bunu yapmanın ilk basamakları hiyerarşik ve operasyonel kontroller. Yani, şirketin gündelik hayatında, şirketin ortay yönetimi veya şirketin yönetimi tarafından uygulanması gereken kontrole; bu kontrolleri zamanında ve yerinde yaparak bu içsel riski olabildiğince aza indirmeyi başarabiliriz.

Ne gibi kontrollerden bahsediyoruz?

Temelde kontrollere baktığımız zaman bunların iki ana kategoride olduğunu görüyoruz. Bir, önleyici kontroller diyoruz veya saptayıcı kontroller diyoruz. Önleyici kontrol, işlem oluşurken veya oluşmadan önce uygulanan kontrol. Bunun en tipik örneği, bilgisayar girişlerinde şifre sorulması, eğer şifreyi bilmiyorsanız bilgisayara giremiyorsunuz, bu çok güzel ve çok yerinde bir önleyici kontrol örneğidir. Veya muhasebeden örnek verelim, şirketin muhasebe işlemlerinin sisteme girmesinden önce, mahsupların ilgili amir tarafından imzalanması bir önleyici kontroldür. Çünkü o amirin o işlemi gözden geçirdiğini gösterir.

İşlem bittikten sonra yapılan kontroller saptayıcı kontrollerdir. Buna çok tipik bir örnek; banka veya borçlu alacaklı mutabakatlarıdır. Burada risk eğer oluşmuşsa, oluşan riskin hasarını saptamaya çalışırız. Dolayısıyla önleyici kontroller riskin olmasını önlemeye yönelik, saptayıcı kontroller ise eğer olmuş ise bunu ortaya çıkartıp hasar boyutlarını belirlemeye yönelik kontrollerdir.

Bu yapısal kontrollerin üzerine, ki burası önemli, gelecek olan yeni risk yönetimi kavramı da iç denetim; iç denetim ve teftiş. Bunun etkili uygulaması, bu hep bahsettiğimiz içsel riskin bertaraf edilmesinde çok önemli bir rol oynayacaktır. Burada belli temel konulara değinmek istiyorum.

İç denetimdeki temel olmazsa olmaz faktörler nelerdir?

Birincisi, iç denetçinin bağımsızlığıdır. Türkiye’de benim kendi deneyimlerime dayanarak söyleyebilirim ki, maalesef henüz iç denetim olması gerektiği kadar çok irdelenmiyor şirketler tarafından. İrdelenenlerin de ne kadar irdelediğinden çok emin değilim. Çünkü iç denetimin en temel ilkesi bağımsızlıktır ve iç denetçilerin doğrudan doğruya CEO’ya veya Başkana raporlaması gerekir ve iç denetçinin tam zamanlı iç denetçi olması gerekir. Türkiye’de genelde gördüğümüz, bir iç denetimi kuruyorsunuz, genç yetenekli eleman işe alınıyor iç denetçi olarak, 6 ay geçtikten sonra muhtelif üst yöneticilerin dikkatini çekiyor, bu gençler niye oturuyor burada diye, önce o gençlere başka işler verilmeye başlanıyor, planlar veriliyor, bunu görüyorum, planlamacı oluyorlar, yavaş yavaş iç denetim onların yan işi haline dönüşüyor ve sonra da bu gençleri kaybediyorsunuz. İç denetim de hiçbir şeye yaramadığı için ve bir maliyet unsuru olduğu için kapanıyor. Türkiye’de maalesef çoğunlukla benim gördüğüm iç denetim macerası böyle. Dolayısıyla, sanıyorum daha ilk adımı doğru atamıyoruz.

Şirket politika ve prosedürlerinin eksiksizliği çok önemli bir şey.

Bir iç denetçinin denetim yapabilmesi için uygulanıp uygulanmadığını görebileceği bir politika dökümü olması gerekir. Eğer şirketin herhangi bir alanla ilgili bir politikası yoksa, iç denetçi kendi kafasından bu böyle olmalıdır diyemez. Nasıl ki biz denetim yaptığımız zaman raporlarımızı SPK veya Uluslar arası muhasebe kurallarına göre deyip yayınlıyoruz, aynı şekilde iç denetçinin de şirketin uygulamakta olduğu politika ve prosedürlere uygun olup olmadığını belirtmesi gerekecektir. Yoksa kendine göre “ben bun riskli buluyorum” diyemez. O zaman objektif olamaz, tarafsızlığını ortaya koyamaz. Dolayısıyla, şirketin iç denetim fonksiyonunu kurar iken, denetleyecek olan alanlarda daha önceden detaylı ve açık politikalarını saptamış olması gerekir, ki zaten bu kurumsal yönetimin en önemli maddelerinden bir tanesidir.

İç denetimde denetçinin denetimden önce risk analizlerini ve hareket planlarının açık ve net ortaya koyması gerekir.

Burada kastettiğim, bir an önce üzerine gittiğimiz risk analizinin yapılarak hangi sahaların daha yüksek riskte olduğu, hangilerinin daha düşük riskte olduğunun saptanması ve bunların denetlenmesinin –atıyorum- iki yılda bir mi olacak, her ay mı olacak, bunun saptanması ve açıklanması gerekecektir ki, bütün şirketin orta yönetimi objektif bir şekilde ve risk bazlı iç denetim yapıldığını görsün ve emin olsun. Çünkü, tahmin edebileceğiniz gibi, aynı hesap verebilirlik gibi, teftiş ve denetim de ülkemizde olumsuz algılanan bir kavram. Aslında iç denetim doğru yapıldığı zaman denetlenen kişiye bir yerde bir sigorta gibi, bir sertifika gibi işinin yolunda gittiğini gösteren bir güvencedir ama, ülkemizde denetlenmek hoş olmadığı için, bu da biraz olumsuz algılanıyor diye görüyorum.

Denetim prosedürleri, hazırlanan prosedürler tamamıyla risk odaklı olmalı, saptanan riskin nasıl bertaraf edileceği konusunda ve tümüyle kanaat sağlamaya yönelik olmalı. Çünkü dediğim gibi, denetim kendisi olumlu anlam içermeyen bir işlem, dolayısıyla denetlenen kişinin niye bu işin yapıldığını çok iyi anlaması ve desteklemesi gerekiyor. Bu nedenle kanaat sağlamaya yönelik ve risk odaklı çalışmalarımız gerekiyor.

Burada ilginç olan bir şey, bunu da paylaşmak isterim, genelde şunu görüyoruz; bir prosedür dinlediğiniz zaman, örneğin satış prosedürü, sipariş alınıyor, sipariş alındıktan sonra sipariş kağıdı hazırlanıyor, bir kopyası ambara gidiyor, fatura kesiliyor, mal sevk ediliyor, para geliyor. Bunu anlatıyorsunuz üst yöneticiye, size net bir tablo çıkartıyor, bunu aynen uyguluyorsunuz ve alt departmanda bunun tamamıyla farklı yapıldığını görüyorsunuz. Çünkü zaman içerisinde belli kurallar olmadığı için her gelen şey, yeni eleman biraz değiştiriyor, biraz şöyle yapıyor ve üst yöneticinin haberi olmadan yıllar içerisinde kendisinin koyduğu prosedürün tamamıyla değişmiş olduğunu kendisine gösteriyorsunuz. Dolayısıyla bu tür sürprizlerin de sık sık olduğunu görüyoruz.

Başka bir önemli nokta, dokümantasyonun tam yapılmasıdır.

İç denetçi yaptığı testlerin kesinlikle tekrarlanabilir olmasını sağlamak zorunda. Böylece kendisi de denetime açık olmalı. Ve testler sorgulanabilir şekilde dokümanite edilmeli. Örneğin, mizanda alacaklara bakıyorsa, kaç tane baktığını, hangisi seçtiğini dokümanite etmeli. Böylece tamamıyla objektif çalıştığını göstermek zorunda iç denetçi. Ve tabii sonuç olarak bulguların da ve kanaatlerin de açık ve net olması gerekiyor. Hiçbir şekilde objektif olmayan bir sonuç olmaması gerekiyor. Ve sonuçta bu bulguların, şirketin saptaması gereken yöntemlerle standart hale getirilmesi, yani kendi içinde derecelendirilmesi gerekiyor. Her risk farklı olabilir, kimisi daha az riskli, kimisi daha fazla risklidir. Bunun saptanması gerekiyor. Bu saptanan risklerin denetçiyle denetlenen bölüm tarafından paylaşılarak bir kapanış oturumunda noktalınması gerekiyor. Çünkü denetçi de bilgiyi eksik almış olabilir. Bu sık sık başımıza gelir. Bu bilginin düzeltilmesi gerekebilir.

Standart risk ölçümüyle ilgili çok kalıcı bir örnek vereceğim, ne demek istediğimi daha iyi anlatabilmek için, genelde gördüğümüz şey, bulguların 3 kategoride kategorize edildiği, risk faktörü 3 dediğimiz bulgular, düşük faktörlü bulgular şirketin günlük işleyişine etki yapmayan, ama yönetim tarafından mutlaka özellikle bir dahaki denetime kadar düzeltilmesi gereken bulgulardır. Buna da bir örnek verebilirsek, mahsup fişlerinin imzalarının eksik olması. Bunu düşük dereceli bir risk bulgusu olarak görebiliriz.

Risk faktörü iki, bulguları ise, işletmenin günlük işleyişini etkileyebilecek önemdeki bulgulardır ve bu bulguların da denetçinin kabul edeceği bir plan çer-

çevesinde düzeltilmesi gerekecektir. Bunda da örnek olarak, aylık banka ve borçlu alacaklı mutabakatının yapılmamasını gösterebiliriz.

Risk faktörü bir, yüksek bulgular ise, işletme tarafından hayati önem arz eden bir alanda, hemen üst yönetime de bildirerek, bulgunun düzeltilmesi için çalışma yapılması gerektiren durumlardır. Bunun da çok klasik bir örneği, şirketin özellikle muhasebe ve hazine bölümlerindeki bilgisayar girişlerindeki şifrelerin ve oarolaların başkaları tarafından bilindiğinin ortaya çıkması, ki bu oluyor, hatta çok sık diyebilirim ya da eskiden sık oluyordu. Belli alanlarda sadece bir kişinin bilmesi gereken bazı şifreleri, “yemeğe gittiğim zaman sen girersin” deyip arkadaşına söyleyince bu şifrenin özelliği ortadan kalkıyor ve birden fazla kimşenin sisteme girebilmesi söz konusu olabiliyor ki, bu muhasebe içerisinde son derece önemli alanlarda olabiliyor. Bu risk faktörü bir, hemen düzeltilmesi gereken bir bulgudur.

Bütün bu bulguların toparlanacağı ve ilgili birim yönetimi ve üst yönetimi ile bu üst yönetimin işin içine girmesi bulgunun önemine bağlı bir olay, bulguların düzeltilebileceği bir eylem planının hazırlanması ve bunun işleme konması, yani ilgili birim “evet ben bu bulguyu kabul ediyorum ve bunu üç ay içerisinde düzeltereğim” diye yazılı olarak denetçiye bunu belgelemesi gerekiyor.

Bütün bunları yapıldığı zaman, yani iç kontrollerin uygulanması ve iç denetimin yapılmasından sonra büyük bir olasılıkla bu risk analizi tablomuzda yüksek içsel riskin büyük oranda daha kabul edilebilir riski, yani yeşil alana çekilebildiğini göreceğimizi düşünüyoruz.

Son olarak da piramidin en tepesinde bulunan dış denetim aşaması var. Buna çok değinmeyeceğim. Çünkü dış denetim zaten bu anlamda daha farklı bir alanda ama, dış denetimin şöyle bir önemi var; tabii ki bağımsızlık olmazsa olmazı ve tabii yönetim kuruluna raporlaması çok önemli. Burada dış denetçilerin yapması gereken, özellikle bu dahili kontrolleri inceleyerek, bu kontrollerdeki işleyişe bakarak bu kontrollerin hangi bilanço kalemlerini nasıl etkilediğini analiz edip, kendi dış denetimini ona göre yönlendirmesi gerekiyor.

Yani, eğer şirketin –yine basit bir örnek vereceğim- banka hareketlerinde mutabakatlar doğru yapılmıyorsa, zamanında yapılmıyorsa belki dış denetçilerin yıl sonunda banka mutabakatlarına çok daha zaman harcaması gerekiyor veya şirketin stok giriş çıkışlarında stok giriş çıkış dokümanları çok düzgün tutulmuyorsa, yıl sonunda 31 Aralık’tan 1 Ocak’a geçerken satışlardaki sevkıyat durdurulmasında şüphemiz varsa, belki stok sayımlarına denetçinin daha detaylı katılması gerekebilir. Tüm bunların dahili kontrolün işleyişine bakarak dış denetçilerin karar vermesinde etkili olması gereken noktalardır diye düşünüyoruz.

Dış denetçinin, eğer etkili bir iç denetim varsa, şirketin iç denetimiyle beraber ortak çalışması da çok önemli ve faydalı bir nokta. Etkili iç denetim, dış denetime çok faydalı olabilir kanaatindeyiz.

Hemen sonuca geliyorum.

Sonuç olarak, kurumsal yönetim ilkeleri doğrultusunda etkin bir risk yönetimi için, etkin bir iç kontrol yapısı, net ve yaptırım gücü olan politika ve prosedürler, objektif ve yeterli iç denetim fonksiyonu, bağımsız ve etkin dış denetim, bildirimlerin şeffaflığı, etkin iletişim, hesap verilebilirlik ve ölçülebilirliği sağlayarak sistemler şarttır.

Çok teşekkür ediyorum sabrınız için.

## **CONCEPTS AND PRINCIPLES OF CORPORATE GOVERNANCE**

### **Evaluation of Structure of Holdings as a Type of Corporate Governance Formats in Turkey**

**Yrd. Doç. Dr. Murat KIYILAR**  
İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi

**Arş. Grv. Muhammet BELEN**  
İstanbul Üniversitesi İşletme Fakültesi

#### **Abstract**

Corporate governance problem is a collective action problem that has inside and outside aspects in modern corporations. So the subject of corporate governance is to solve collective action problem between dispersed investors and to reconcile conflicts of interest between various stakeholders. When ownership and control of corporations are not fully coincident, there is potential for conflicts of interest between owners and controllers.

The poorness of investor protection is one of the major determinants in the formation of ownership and control structures and corporate governance responses this as concentrated ownership in corporations. Although this is a good response for the firms in prevailing conditions it also brings about many potential costs.

In this study, after introducing the conceptual framework of corporate governance, the studies about holding structures in Turkey have been shown. Finally, the business group structures allowing the separation of cash flow and control rights have been examined and the characteristics of these structures and their potential costs have been revealed.

**Key Words:** Corporate Governance, Ownership Structure, Corporate Control, Private Benefits of Control, Investor Protection, Pyramid Structures

#### **KURUMSAL YÖNETİM KAVRAMI VE İLKELERİ**

##### **Bir Kurumsal Yönetim Formu Olarak Türkiye’de Holding Yapılanma Biçimlerinin Değerlendirilmesi**

#### **Özet**

Kurumsal yönetim problemi firma içi ve firma dışı boyutları olan modern şirkete özgü bir ortak hareket problemidir. Dolayısıyla kurumsal yönetimin konusu da, yaygın yatırımcılar arasındaki ortak hareket problemlerinin çözümü ve şirketin çeşitli çıkar sahipleri arasındaki çıkar çatışmalarının uzlaştırılmasıdır. Şir-



ketlerin sahiplik ve kontrolü tam olarak çakışmadığı zaman, sahipler ve kontrol edenler arasında çıkar çatışmaları potansiyeli var demektir. Farklı çıkarları olan kişilerin sahipliğini paylaştığı, ortak karar alma maliyetleri gibi problemleri içinde barındıran yaşayabilir bir firma yaratmak zordur. Bu özellikler firmaların sahiplik modelleri ve içsel yapılanmaları üzerinde de önemli bir etkiye sahiptir. Yatırımcı korumasının zayıflığı şirketlerin sahiplik ve kontrol yapılarının oluşumunda belirleyici olmakta ve kurumsal yönetim, yoğunlaşmış sahiplik şeklinde buna cevap vermektedir. Bu durum firmalar için mevcut ortama en iyi cevap olmakla birlikte aynı zamanda bir çok potansiyel maliyetleri de beraberinde getirmektedir.

Bu çalışmada kurumsal yönetimin kavramsal çerçevesi ortaya konulduktan sonra Türkiye'deki holding yapılanma biçimleri ve sahiplik yapıları ile ilgili olarak ülkemizde yapılmış çalışmalar gözden geçirilmiş ve özellikle ekonomideki ağırlığı dikkate alınarak, kontrol ile nakit akım haklarının ayrıştırılmasına olanak sağlayan grup yapılanmaları (holding vb.) üzerinde durularak, bu yapılanma biçimlerinin özellikleri ve taşıdığı potansiyel maliyetler ortaya konulmuştur.

Anahtar Kelimeler: Kurumsal Yönetim, Sahiplik Yapısı, Şirket Kontrolü, Kontrolün Özel Yararları, Yatırımcı Koruması, Piramit Yapılar

## Giriş

Kurumsal yönetim (corporate governance), yeni bir kavram olmasına karşın akademik çevrelerde üzerinde en çok araştırma yapılan ve halen bu çalışmaların devam ettiği bir sahayı oluşturmaktadır. Ayrıca kavram, dünya çapında kurumsal yönetimi iyileştirme çalışmalarının yoğunluğu nedeniyle hükümetlerin, uluslararası örgütlerin ve iş dünyasının öncelikli gündem maddelerinden biri olmaya devam etmektedir. Esasında tartışma, şirketlerin sahiplik ve kontrolü tam olarak çakışmadığında potansiyel çıkar çatışmalarının olacağını öngören Adam Smith'e (1776) kadar uzanmaktadır. Geçen yüzyılın başlarında Berle ve Means'in (1932) çalışması ise bu konuya gereken önemin verilmesini sağlamıştır.

Günümüzde ülkelerin ekonomilerinde özel sektörün ağırlığının artmasıyla birlikte ekonomik başarı da büyük ölçüde özel sektörün ve dolayısıyla şirketlerin başarısına dayalı hale gelmiştir. Buna karşın gerek Doğu Asya, Rusya ve Brezilya'da yaşanan ekonomik krizler ve gerekse de ABD ve Avrupa'da yaşanan büyük şirket skandallarının temelinde kurumsal yönetim eksikliğinin olduğu ortaya çıkmıştır.

Entegre hale gelmiş sermaye piyasaları ve her geçen gün birbirine daha bağımlı hale gelen dünya ekonomilerinde, herhangi bir ülkede yaşanan ekonomik başarısızlığın tüm dünyayı etkilemesi nedeniyle kurumsal yönetim problemi ulusal bir problem olmaktan çıkmış, uluslararası örgütlerin de dahil olduğu global

bir konu haline gelmiştir. Yine yabancı yatırımların öneminin de artmasıyla birlikte, kurumsal yönetimin iyileştirilmesi hem yabancı yatırımları çekmek hem de ulusal sermaye piyasalarının gelişimi açısından bir kalite standardına erişim çabasına dönüşmüştür.

Kurumsal yönetim problemi firma içi ve firma dışı boyutları olan modern şirkette özgü bir “ortak hareket problemidir” (collective action problem). Dolayısıyla kurumsal yönetimin konusu da, yatırımcılar arasındaki ortak hareket problemlerinin çözümü ve şirketin çeşitli çıkar sahipleri (corporate claimholders) arasındaki çıkar çatışmalarının uzlaştırılmasıdır.

Kurumsal yönetim firmadaki kaynakların kontrolü ile ilgilidir. Şirketlerin kaynakları ve getirileri dağıtmasına etki eden kurumlarla (institutions) ilgilenir. Bir kurumsal yönetim sistemi şirketlerde yatırım kararlarının kimler tarafından alındığını, hangi tip yatırımların yapıldığını ve yatırımlardan elde edilen getirilerin nasıl dağıtıldığını belirler (Lazonick and O’Sullivan, 1995).

Kurumsal yönetim, bir şirketin, kendi çıkarlarını gözetken kontrol edenlerini (bunlar şirketin nasıl işletileceğine ilişkin kararları alırlar), şirketin sahipleri (sermaye sağlayanlar) için firma değerini maksimize edecek kararlar almaya sevk eden, hem kurumsal (institutional) hem de piyasa bazlı (market based) mekanizmalar seti olarak tanımlanabilir (Denis and McConnell, 2003). Finans literatüründe yaygın kullanılan bir diğer tanımda, kurumsal yönetim, şirketlere finansman sağlayanların yatırımlarından bir getiri elde etme konusunda kendilerini güvende hissetmelerine yarayan yöntemlerle ilgilidir (Shleifer and Vishny, 1997).

Bir dışsal yatırımcı, firmadan sorumlu yöneticiden farklı olarak kontrolü uygulamak istediğinde en temel düzeyde bir kurumsal yönetim problemi doğar. Yaygın hissedarlık, şirketin çeşitli çıkar sahipleri arasında çıkar çatışmalarına neden olmak ve yatırımcılar arasında bir ortak hareket problemi yaratmak suretiyle bu problemi ağırlaştırır (Becht, Bolton and Röell, 2002).

Şirketlerin sahiplik ve kontrolü (ownership and control) tam olarak çakışmadığı zaman, sahipler ve kontrol edenler arasında çıkar çatışmaları potansiyeli var demektir (Jensen and Meckling, 1976). Farklı çıkarları olan kişilerin sahipliğini paylaştığı, ortak karar alma maliyetleri gibi problemleri içinde barındıran yaşayabilir bir firma yaratmak zordur. Bu özellikler firmaların sahiplik modelleri ve içsel yapılanmaları üzerinde de önemli bir etkiye sahiptir (Hansmann, 1996).

Kurumsal yönetim, modern şirketin ortaya çıkarmış olduğu sahiplik ve kontrolün ayrışması gerçeği ve bu ayrışmanın yarattığı yöneticiler, yatırımcılar ve kreditorler arasındaki çıkar farklılaşması ve enformasyon asimetrisi (information asymmetries) neticesinde oluşan ortak hareket problemini ve bu problemin yaratmış olduğu maliyetleri (işlem ve enformasyon maliyetleri) azaltmayı amaçlamaktadır.

Çıkar çatışmaları, maliyetsiz olarak sözleşmeler yazma ve/veya kontrol edenlerin maliyetsiz olarak gözetleme (monitoring) olanağının olmaması nedeniyle, diğer koşullar değişmezken nihai olarak firma değerini düşürür. Kurumsal yönetim çalışmalarının temellerini de bu fikirler oluşturmaktadır. Soru şudur; girişimciler, hissedarlar ve yöneticiler, mülkiyet ve kontrol ayrımının yol açtığı değer kaybını nasıl minimize ederler?

Temsil çatışmalarını azaltmak için hissedarlar temsil maliyetlerine (agency costs) katlanmak zorundadır. Temsil maliyetleri, yöneticileri kendi çıkarlarından çok hissedarların refahını maksimize edecek şekilde davranmaya özendirir. Temsil maliyetlerinin üç temel kategorisi vardır: (1) yönetsel faaliyetleri izlemeye yönelik giderler, örneğin denetim, (2) hoşlanılmayan yönetsel davranışları sınırlayacak şekilde şirket organizasyonunu yapılandırmaya yönelik giderler, örneğin yönetim kurullarına dışsal yatırımcıların atanması ve (3) fırsat maliyetleri, örneğin hissedarların refahına katkı yapabileceği halde, hissedarların onayını gerektirdiği için yöneticilerin uygun zamanda faaliyete geçebilmesini engelleyen bir takım kısıtlamalar (Brigham and Gapenski, 1996: 16).

Yönetsel davranışı etkileyecek hiçbir çabanın olmaması, dolayısıyla temsil maliyetlerinin sıfır olması durumunda, uygun olmayan yönetsel faaliyetler nedeniyle hissedarın refahında bazı kayıplar olacağı neredeyse kesindir. Diğer yandan hissedarlar, tek tek her bir yönetsel davranışın hissedarların çıkarıyla kesinlikle uyum sağlamaya çalışırlarsa temsil maliyetleri çok yüksek olabilir. Dolayısıyla hissedarlar tarafından katlanılacak temsil maliyetlerinin optimal tutarı herhangi bir yatırım kararı gibi değerlendirilmelidir: Yapılan her ek harcama hissedarların refahına maliyetinden daha fazla katkı yaptığı sürece temsil maliyetleri artırılmalıdır (Brigham and Gapenski, 1996: 17).

Günümüzde birçok firma, yöneticilerin performansını etkilemek ve dolayısıyla temsil problemini azaltmak için, bir kısım gözlemlerle birlikte bir ekonomik teşvikler paketi kullanmaktadır. Bugün firmaların yöneticileri motive etmek için kullandığı teşvikler veya faktörler şunlardır: (1) performans bazlı ödeme planları, (2) büyük hissedarların doğrudan müdahalesi, (3) kovulma tehlikesi ve (4) düşmanca ele geçirme (hostile takeover) tehlikesi (Brigham and Gapenski, 1996: 17).

Jensen ve Meckling modelinin yayınlanması teorik ve ampirik çok geniş bir araştırma alanını ortaya çıkarmıştır. 1970 ve 1980'ler boyunca bu çalışmaların büyük bir kısmı Amerikan şirketlerinin kurumsal yönetim anlayışına odaklanmıştır ve halen bu çalışmalar genişleyerek devam etmektedir. Bunun yanında 1990'ların başı itibarıyla Amerika dışındaki ülkelerde de kurumsal yönetim çalışmaları ortaya çıkmaya başlamıştır. Başlangıçta bu çalışmalar diğer büyük ekonomiler üzerinde, öncelikli olarak Japonya, Almanya ve İngiltere üzerinde

odaklanmıştır. Daha yakın zamanlarda ise hem gelişmiş hem de gelişmekte olan piyasaları içine alan dünya çapında kurumsal yönetim çalışmalarına şahit olunmaktadır.

Shleifer ve Vishny (1997) iyi kurumsal yönetim sistemlerinin, yatırımcıların yasal korunması ile bazı yoğunlaşmış sahiplik (concentrated ownership) formlarının uygun bir kombinasyonundan geliştiğini ve bu kombinasyon tarafından etkilendiğini önemle vurgulamaktadır. Amerikan ve İngiliz sistemleri ağırlıklı olarak güçlü yasal korumaya dayanırken, Alman ve Japon sistemleri daha zayıf yasal koruma fakat daha yoğunlaşmış özsermaye sahipliğiyle karakterize edilmektedir. Shleifer ve Vishny (1997) bu ülkelerin kurumsal yönetim sistemleriyle ilgili tartışmaları hafifletmekte ve bu dört ülkenin hepsini iyi kurumsal yönetim sistemlerine sahip olarak karakterize etmektedirler. Dünyanın diğer ülkelerinde ise, iyi bir kurumsal yönetim sisteminin geliştirilebilmesi için gerekli gördükleri yasal korumanın olmadığını veya en azından yeterince karşılanmadığını belirtmektedirler.

Dünyada kurumsal yönetim sistemleri değişime uğramaktadır. ABD, Japonya ve Almanya'da kurumsal yönetim sistemlerinde birbirlerine yakınsama işaretleri görülmektedir. Örneğin son dönemde Almanya'nın bankaya dayalı (bank-based) sisteminde önemli değişiklikler olmuştur. Savaş sonrasında Almanya, uzun dönemli yüklenimlerin ve güvenin ön planda olduğu, sanayi firmaları ve bankalar arasında ilişkilere dayalı sözleşmelerin yapıldığı (relational contracting) ve bankaların şirket yönetim kurullarında içsel hissedar olarak koltuk sahibi olduğu bir sistem içinde gelişmiştir. Alman sisteminin ikinci bir temel özelliği katılımcılar arasında konsensüs yaratmayı amaçlayan ortak karar alımıdır. Diğer bir temel özelliği ise, sanayi firmalarının denetim kurullarında bankaların temsilci bulundurması yoluyla kurumsal yönetimin içsel kontrolüdür. Son on yıl boyunca bankalar, uzun dönemli ilişkilere dayanan ticari bankacılıktan yatırım bankacılığına doğru strateji değişikliğine gitmişlerdir. Bunun sanayi ile bankalar arasındaki firma içi ilişkilere yönelik içsel kontrol sistemine tesir eden etkileri olmuştur. Yatırım bankacılığı, esneklik ve portföy çeşitlendirmesi talep eden, firmalarla yakın ilişkilerin olmadığı, anlaşmaya dayalı işlemler (deal-based transactions) yapılması anlamına gelir. Dolayısıyla yatırım bankacılığı sanayi firmalarında koltuk sahibi bankacılığa iyi uymamaktadır (Deeg, 2001). Yönetim kurulundaki koltuklar aracılığıyla oluşan ağlar daha az yoğun hale gelmektedir. Dolayısıyla Almanya'nın, hissedar kapitalizmi ile emek yönetimi işbirliğinin (labor-management cooperation) birarada bulunduğu kapitalizmin hafifletilmiş bir formuna doğru hareket ettiği söylenebilir.

İçerdekiler sistemi (insider system) olarak karakterize edilebilen bir diğer ülke Japonya'dır. Bankalar, sanayi şirketleri ve finansal kuruluşlar arasında yakın

bağlar sözkonusudur ve bu sistemin gelişimi kendine özgü bir yol izlemektedir. Almanya'daki gibi sistemin parçalarında temel değişikliklerin olmadığı söylenebilirse de özellikle daha genç nesil arasında ömür boyu istihdam konusunda değişiklikler gerçekleşiyor gibidir.

ABD kurumsal yönetim sistemindeki değişimin belli bir yön takip etmediği görülmektedir. Enron ve diğer şirket skandallarından sonra ABD'deki tepki esas olarak Sarbanes-Oxley yasasında olduğu gibi daha sıkı yasal düzenlemeler şeklinde olmuştur. Bununla birlikte ABD'de büyük hissedarlar konusunda bir artış söz konusudur.

Kurumsal yönetim sistemlerinde görülen bu değişimler bir firmanın en etkin kontrolünün nasıl olacağı sorusunu ortaya çıkarmıştır. Firmayı kim kontrol etmelidir? Yönetim kurulunun kompozisyonu nasıl olmalıdır? Yönetimle ilişkili olarak yönetim kurulunun rolü ne olmalıdır?

### **1. Kurumsal Yönetim Mekanizmaları**

Kurumsal yönetim probleminin (ortak hareket edebilme problemi) çözümüne yönelik çalışmalar, kurumsal yönetim mekanizmaları olarak da adlandırılan dört\* temel başlık altında yoğunlaşmıştır. Firma içi mekanizmalardan ilk olarak ilgililenenler yönetim kurulları ve firmanın özsermaye sahiplik yapısıdır (equity ownership structure). Önemli dışsal mekanizmalar ise dışsal şirket kontrol mekanizması (external market for corporate control/the takeover market) ve yasal/düzenleyici (legal/regulatory) sistemdir.

#### **a) Yönetim Kurulları**

Dünyanın birçok ülkesinde şirketler yönetim kurullarına sahiptirler. ABD'de yönetim kurulları spesifik olarak hissedarların çıkarlarını temsil etmekle yükümlüdür. Yönetim kurulları, hissedar değerini maksimize etmeye dönük biçimde, öncelikli olarak yöneticileri kiralamak, işten çıkarmak, gözetlemek (monitoring) ve ödeme yapmak için vardır. Teoride yönetim kurulu, etkili bir kurum-

---

\* Farklı sınıflandırmalar yapmak mümkündür. Örneğin Becht, Bolton and Röell (2002) ortak hareket problemini hafifletebilecek mekanizmaları şu şekilde toplamaktadır: i) bir veya birkaç yatırımcının ellerinde yoğunlaşmış sahiplik ve kontrol, ii) düşmanca elegeçirmeler (hostile takeovers) ve vekalet yarışları (proxy voting contest), iii) kontrolün yönetim kurullarına devredilmesi ve yönetim kurullarında yoğunlaşması, iv) yönetsel çıkarlarla yatırımcıların çıkarlarının, yöneticilere ödeme sözleşmeleriyle (executive compensation contracts) ayarlanması ve v) yatırımcıların çıkarları aleyhine işleyen blok şirket kararlarına karşı veya yatırımcılara zarar vermiş olan geçmiş faaliyetlerin tazminini amaçlayan sınıf davalarıyla (class-action suits) birlikte, CEO'lar için itimada dayalı açıkça tanımlanmış görevler.

sal yönetim mekanizması iken, pratikte bu o kadar açık değildir. ABD'deki yönetim kurulları, gözetlenecek olan bir kısım içerdekileri (insiders) de bünyesinde barındırmaktadır. Bazı durumlarda içerdekiler (veya onları destekleyen kesimler) kurulun çoğunluğunu temsil etmektedir. Buna ilaveten CEO'ların aynı zamanda yönetim kurulu başkanı olmaları da nadir değildir. Ayrıca yönetim kurulu üyeliklerinin seçim sürecinde, yönetimin, diğer üyelerin kim olacağını belirlenmesi hususunda güçlü bir etkisi sözkonusudur.

Yönetim kurullarıyla ilgili ABD'de çalışılan öncelikli konular, kurulun bileşimi (board composition) ve yönetici tazminatlarıdır (executive compensation). Kurul bileşiminin karakteristikleriyle ilgili konular kurulun büyüklüğü ve yapısıyla alakalıdır. Bunlar; yönetim kurulu üyelerinin sayısı, dışsal (outsider) üyelerin oranı ve CEO ile kurul başkanlığının (chairperson) aynı kişide toplanıp toplanmadığıyla ilgili konulardır. Yönetici tazminatı (executive compensation) ile ilgili araştırmalar temel olarak yöneticilerin çıkarlarıyla hissedarların çıkarlarını uyumlaştıran metotların başarı derecesine dönük çalışmalardır.

#### **b) Sahiplik Yapısı**

İçsel kurumsal yönetim mekanizmalarından bir diğeri şirketlerin sahiplik yapısıdır. Şirketlerin sahiplik yapısı farklı açılardan ele alınabilmektedir. Bunlar: halka açık veya kapalı; devlet sahipliği veya özel sahiplik; yerli veya yabancı sahiplik; yönetsel sahiplik; kurumsal sahiplik; blok sahiplik gibi konulardır.

Bilindiği gibi, ABD ve İngiliz sistemleri ağırlıklı olarak güçlü yasal korumaya dayanırken, Alman ve Japon sistemleri daha zayıf yasal koruma fakat daha yoğunlaşmış özsermaye sahipliğiyle karakterize edilmekte ve bu ülkelerin hepsi iyi kurumsal yönetim sistemlerine sahip ülkeler olarak değerlendirilmektedir. İlave olarak, iyi kurumsal yönetim sistemlerinin, yatırımcıların yasal korunması ile sahiplik yoğunlaşmasının uygun bir kombinasyonundan geliştiği ifade edilmektedir. Dolayısıyla şirketlerin sahiplik yapısı kurumsal yönetimin en önemli unsurlarından birini oluşturmaktadır.

ABD'de erken kurumsal yönetim araştırmaları, şirketlerin, geniş bir şekilde dağılmış hissedarların mülkiyetinde olduğu ve yönettikleri firmalarda hiç veya çok küçük bir paya sahip olan profesyonel yöneticiler tarafından kontrol edildiği fikri üzerinde yoğunlaşmıştır. Bununla beraber 1980'lerin sonlarında, gerçekte birçok Amerikan şirketine içerdekilerin anlamlı bir özsermaye sahipliği taşıdıkları ve/veya anlamlı blok hissedarlığın var olduğunu ortaya çıkaran araştırmalar belirmiştir. Holderness (2003) içerdekileri (insiders), memurlar/beyaz yakalılar (officers) ve yönetim kurulu üyeleri (directors) olarak ve blok hissedarı da (blockholder) firmanın özsermayesinin en azından %5'ine sahip herhangi bir kişi olarak tanımladığı çalışmada, içerdekiler ve blok hissedarların özsermaye sahiplikleri üzerine ABD'deki durumu araştırmıştır. Yazar ABD'deki halka açık

işlem gören şirketlerdeki içsel sahipliğin, bazı firmalarda neredeyse sıfır bazı firmalarda ise çoğunluk hissedarlığa kadar değiştiğini ve fakat ortalamada yaklaşık olarak %20 olduğunu aktarmaktadır. Mehran (1995) ise tesadüfi olarak seçilmiş imalat firmalarının bir örneğinde firmaların %56'sının dışsal blok hissedarları (outside blockholders) olduğunu belirtmektedir.

Holderness (2003) ayrıca, içerdekilerin ve blok hissedarların özsermaye sahipliğinin şirket kararları ve firma değeri üzerindeki etkisini inceleyen Amerikan literatürünü de araştırmaktadır. Bu etkilerle ilgili zıt hipotezler söz konusudur. İçerdekilerin özsermaye sahipliği, daha iyi kararlar ve/veya daha yüksek firma değerine öncülük ederek içerdekiler ile diğer hissedarların çıkarlarını paralelleştirebilir (align). Bununla beraber içerdekilerin daha yüksek sahipliği potansiyel olarak yöneticilerin konumunu sağlamlaştıran daha yüksek bir derecede yönetsel kontrolle sonuçlanabilir. Benzer şekilde, özsermaye sahiplik pozisyonlarından dolayı blok hissedarların daha yüksek bir kontrole sahip olmaları, kendilerini, tüm hissedarların yararlandığı firma değerini maksimize edecek kararlar almaya sevk edebilir. Bununla beraber, aynı kontrol blok hissedarlara diğer hissedarların yararlanmadığı özel faydalar da sağlayabilir. Blok hissedarların yararlandığı özel faydalar potansiyel olarak gözlemlenen firma değerini düşürür.

Sahiplik yapısının şirket kararları ve firma değeri üzerindeki etkilerini ele alan Amerikan kaynaklı kanıtları karışıktır. Morck, Shleifer ve Vishny (1988) ve McConnell ve Servaes (1990) içsel sahipliğin (inside ownership) çıkarları paralelleştirme etkilerinin (alignment effects) bazı yönetsel sahiplik (managerial ownership) derecelerinde sağlamlaştırma etkilerine (entrenchment effects) baskın geldiğini bulmuşlardır. Bununla beraber bazı seviyelerin ötesinde içsel sahipliğin sağlamlaştırma etkileri baskın gelmekte ve daha yüksek içsel sahiplik daha düşük firma değeriyle bağlantılı olmaktadır. Karşıt olarak Himmelberg, Hubbard ve Palia (1999) yönetsel sahiplikteki değişikliklerin hem firma kararlarını hem de firma değerini etkilemediği sonucuna varmışlardır.

Holderness (2003) dışsal (yönetim dışı) blok hissedarların firma değeri üzerindeki etkisini ayrı olarak ölçmeye yönelik doğrudan girişimlerin azlığına işaret etmektedir. Mehran (1995) firma performansı ile bireyler, kurumlar ve şirketleri içeren farklı tipteki blok hissedarların değişik elde tutmaları arasında anlamlı ilişkiler olmadığını bulmuştur. Bununla beraber, bazı kanıtlardan da söz etmek mümkündür. Örneğin yeni blok hissedarlık oluşturma veya mevcut bloğun alım satımı normal olmayan fiyat artışlarıyla karşılaşmıştır (Mikkelson and Rubback (1985) ve Barclay and Holderness (1991,1992)). Bunların sonucu olarak Holderness (2003) ABD'de blok hissedarlar ve firma değeri arasındaki ilişkide; kanıtların, ilişkinin bazen pozitif, bazen negatif olduğunu söylediğini fakat asla çok güçlü olmadığına işaret ettiğini söylemektedir.

Her ne kadar blok hissedarların firmaların gözlemlenen piyasa değerini etkilediğine ilişkin kanıtlar güçlü değilse de, Amerikan kanıtları blok hissedarların önemli düzeyde kontrolün özel yararlarından faydalanabileceğine işaret etmektedir. Birçok çalışma, blok hissedarların diğer hissedarların elde edemeyeceği yararlar beklediğiyle uyumlu olarak, blok alım-satımların, tipik bir biçimde borsa değerinin üzerinde bir primle fiyatlandığını belgelemektedir (Barclay and Holderness (1989), Mikkelson and Regassa (1991) ve Chang and Mayers (1995)). Bu özel yararların firma değeri üzerinde ne kadar değer düşüklüğüne neden olduğu açık bir soru olarak durmaktadır.

İngiltere'deki özsermaye sahiplik yapısı tarihsel olarak ABD ile benzerdir: çok sayıda halka açık işlem gören şirket vardır ve bunların birçoğunda da görece olarak yaygın bir elde tutma söz konusudur. Almanya'daki özsermaye sahipliği ise tarihsel olarak ABD'den daha çok yoğunlaşmıştır. İlave olarak Almanya ve Japonya'da bankalar daha önemli bir kurumsal yönetim rolüne sahiptirler. Bu açık farklar araştırmacıları piyasa merkezli ekonomiler (ABD ve İngiltere) ile banka merkezli (Almanya ve Japonya) ekonomiler arasındaki farkları belirlemeye yönelmektedir.

Her ikisi de banka merkezli ekonomiler olarak değerlendirilmesine karşın Almanya ve Japonya'nın özsermaye sahiplik yapılarında farklılıklar vardır. Prowse (1992) finansal kurumların Japonya'da en önemli blok hissedarlar olduklarını belirtmektedir. Bu durumun Almanya için de doğru olduğuna yönelik yaygın bir kanaat olmasına rağmen, Franks ve Mayer (2001) diğer şirketlerin en yaygın blok hissedarlar olduğunu bulmaktadır ve bunları da aileler takip etmektedir. Bununla beraber Alman bankaları özsermaye sahipliğinden daha fazla oy verme gücüne sahiptir. Bu durum bankaların, bireysel hissedarların vekaletleri yoluyla oy kullandıkları gerçeğinin bir sonucudur. Sonuç olarak, finansal kurumlar hem Almanya hem de Japonya'da firmalar üzerinde önemli miktarda kontrole sahiptirler.

1990'ların ortalarından itibaren özsermaye sahiplik yoğunluğu üzerine çalışmalar bu dört büyük ülke dışındakileri de içerecek şekilde genişleme göstermiştir. Kanıtlar şunu ortaya çıkarmıştır ki, yoğunlaşmış sahiplik yapıları (concentrated ownership structures), ABD ve İngiltere'deki halka açık büyük firmaların görece olarak daha yaygın olan sahiplik yapılarına göre dünya çapında daha tipik olarak gözlemlenen sahiplik yapılarıdır. Bununla beraber bu genelleme, sahiplik yoğunluğunun derecesi ve blok hissedarların kimlikleri açısından ülkeler arasındaki önemli farklılıkları örtmektedir.

Faccio ve Lang (2002) Batı Avrupa ülkelerini incelemekte ve şu neticeye varmaktadır: Kayıtlı firmalar genel olarak ya yaygın olarak elde tutulmakta (widely-held) ki, bu durum İngiltere ve İrlanda da daha yaygındır; ya da aile sahip-



liğindedir (familyowned) ki, bu durum da Kıta Avrupa'sında daha yaygındır. Blass, Yafeh ve Yosha (1998) İsrail'de yüksek sahiplik yoğunluğu olduğunu, bankaların ve bağlı kurumsal yatırımcıların en önemli dışsal hissedarlar olduklarını yazmaktadırlar. Xu ve Wang (1997) Çin'de devlet, kurumlar ve ülke içi bireyler arasında nispeten eşit paylaşılmış yüksek sahiplik yoğunlaşması olduğunu yazmaktadırlar. Valadares ve Leal (2000) da Brezilya'da blok hissedarların çoğunluğunun şirketler ve bireylerden oluştuğu yüksek sahiplik yoğunlaşması olduğunu yazmaktadırlar.

ABD dışındaki birçok çalışma sahiplik yapısı ile firma performansı arasındaki ilişkiyi tartışmaktadır. Kang ve Shivdasani (1995) blok hissedarlara sahip Japon firmalarının, blok hissedarı olmayan firmalara göre performans düşüklüğünün ardından daha hızlı bir şekilde yeniden yapılandıklarını bulmuşlardır. Bununla beraber Japonya'da, performans düşüklüğüne olan bu cevabın ABD'dekinden daha yavaş geldiğini göstermektedirler. Gorton ve Schmid (2000) Almanya'da firma performansının yoğunlaşmış özsermaye sahipliği ile pozitif ilişkili olduğunu yazmaktadır. Bununla beraber Kaplan (1994) Almanya'da sahiplik yapısı ile yönetici devir hızı arasında ilişki olmadığını bulmuştur. Claessens ve Djankov (1999) Çek firmalarında firma karlılığı ve emek verimliliğinin sahiplik yoğunlaşması ile pozitif olarak ilişkili olduğunu bildirmektedirler.

Bir şirkette büyük hissedarların kim oldukları önemlidir. Bu konudaki çalışmalar büyük hissedarlarla değer arasındaki ilişkinin sıklıkla büyük hissedarın kim olduğuna bağlı olduğunu belirtmektedir. Örneğin Claessens, Djankov, Fan ve Lang (1998) dokuz Doğu Asya ülkesindeki firmaları incelemişler ve sahipliğin etkisinin blok hissedarın kimliğine göre değiştiğini bulmuşlardır. Sahipliğin devlet elinde olması performans ile pozitif olarak bağlantılı iken, şirketler elinde olması performansla negatif ilişkilidir. Yazarlar kurumsal sahiplik ile performans arasında ilişki olmadığını bulmuşlardır.

Yönetimin sahipliğinin firma değeri üzerindeki etkileri uluslararası çalışmalarda özel bir ilgi çekmektedir. İngiltere'de içsel sahiplikle (inside ownership) ilgili olarak Short ve Keasey (1999) yönetimin sahiplikteki payı %12 olduğunda yönetsel sahipliğin sağlamlaştırma (entrenchment) etkilerinin paralelleştirme (alignment) etkilerine baskın gelmeye başladığını belirtmektedir. Morck, Shleifer ve Vishny (1998) ABD'de sağlamlaştırmanın paralelleştirmeye %5 yönetsel sahiplikte baskın gelmeye başladığını bulurken, Short ve Keasey (1999) yöneticilerin İngiltere'de ABD'den daha yüksek seviyelerdeki özsermaye sahipliğinde korunmuş hale geldikleri sonucuna varmaktadır. Yazarlar bunun sebebini, İngiltere'de kurumların gözetlemeyi daha iyi koordine etmelerine ve yöneticilerin ele geçirilmeye karşı savunmalarını yükseltmekteki düşük yeteneklerine bağlamaktadır. Miguel, Pindado ve de la Torre (2001) de İspanya'da firma değeri ile iç-

sel sahiplik arasında doğrusal olmayan benzer bir ilişki olduğunu belgelemektedir. Carline, Linn ve Yadav (2002) İngiltere’de birleşmelerin hemen sonrasında yönetsel sahipliğin performans gelişmeleri üzerinde pozitif etkisi olduğunu bulmuşlardır. Claessens ve Djankov (1998) Çek firmaları için yönetsel sahipliğin performans üzerinde etkisi olmadığını bulmuşlardır. Bununla beraber yazarlar, yeni yönetici atandığında firma performansında gelişmeler olduğunu ve özellikle yöneticilerin hükümet tarafından değil de özel sahipler tarafından atandığında gerçekleştiğini göstermektedirler.

İçsel sahiplik ile firma performansı arasındaki ilişki üzerine daha az doğrudan kanıtlar ise çeşitlendirilmiş (diversified) firmalar üzerine yapılan çalışmalardan gelmektedir. Bu konuda ABD’de yapılan çalışmalar, bir çeşitlendirme iskontosu olduğunu belgeler. Yani, çeşitlendirilmiş firmalar, aynı firmaların ayrı parçalarının tek başına değerleri toplamından daha az değerlidir. Lins ve Servaes (1999) içerdekilerin elinde yoğunlaşmış sahiplik ile Almanya, Japonya ve İngiltere’deki firmalar için çeşitlendirmenin değeri arasındaki ilişkiyi ölçmektedirler. Yazarlar Almanya’da içerdeki sahiplerin çeşitlendirmenin değeri üzerinde pozitif etkiye sahip olduklarını, fakat İngiltere ve Japonya’da böyle bir etkiye sahip olmadıklarını bulmuşlardır.

Finansal sistem ve kurumsal yönetim sistemlerinin farklılıkları ile bağlantılı olarak, bir çok çalışma, bankaların sahipliğe dahil olmasının firma değeri üzerindeki etkisini tartışmaktadır. Morck, Nakamura ve Shivdasani (2000) Japonya’da bankanın sahipliği ile firma performansı arasındaki ilişkinin sahiplik dağılımı ile değiştiğini, fakat özellikle sahiplik yüksek olduğunda ilişkinin daha pozitif olduğunu bulmuşlardır. Gorton ve Schmid (2000) Alman firmaları için sahiplik yoğunluğu ile firma değeri arasında pozitif bir ilişki olduğunu ve özellikle bankaların blok sahipliği durumunda ilişkinin daha güçlü olduğunu söylemektedirler. Xu ve Wang (1997) Çin firmalarında sahiplik yoğunluğu ile karlılık arasında tam bir pozitif ilişki olduğunu ve bu ilişkinin blok hissedarların finansal kurumlar olması durumunda devletin olmasına göre daha güçlü olduğunu belirtmektedirler. Sarkar ve Sarkar (2000) Hindistan’da kredi kurumlarının blok hissedarlığının firma performansı ile pozitif ilişkili olduğunu bulmuşlardır. Blass, Yafeh ve Yosha (1998) İsrail’de bankaların önemli blok hissedarlar olduğunu belirtmektedirler.

Sonuç olarak, dünya çapındaki çalışmalar, sahiplik yapısı ile firma performansı arasındaki ilişkinin hem ülkeden ülkeye hem de blok hissedarın kimliğine göre değiştiğini göstermektedir. Bununla beraber genel olarak bu kanıtlar, sahiplik yapısı ile firma performansı arasında, ABD dışı firmalarda ABD’deki firmalara nazaran daha anlamlı bir ilişki olduğunu söylemektedirler. Yoğunlaşmış sahiplik sıklıkla firma değeri üzerinde pozitif etkiye sahiptir. ABD dışı ülkelerde ban-

kaların kurumsal yönetimde oynadığı önemli rol özellikle ilginçtir (Amerikan bankalarının firmaların yönetiminde büyük bir rol alması yasaklanmıştır).

### c) Kontrolü Elegeçirme (Takeover) Piyasası

İçsel mekanizmalar yeterli derecede başarılı olamadığında, yani firmanın fiili değeri ile potansiyel değeri arasında dikkate değer bir negatif fark varsa, dışsal kesimler için firmanın kontrolünü ele geçirmeye yönelik teşvik var demektir. Araştırmacıların da ilgi duyduğu üzere ABD’de şirket kontrol piyasası çok aktif bir piyasadır. Firmaların kontrolünün el değiştirmesi neredeyse her zaman hedef firmanın hissedarları için değer yaratan bir primle gerçekleşir. Daha da ötesi, kontrol üzerindeki çok küçük bir değişiklik tehdidi yönetimin firma değerini yüksek tutmasını sağlar ve bu sayede dışarıdan gelecek bir saldırıyı garanti edecek değer açığı yeterli büyüklükte olmaz. Dolayısıyla kontrolü el geçirme piyasası ABD’de önemli bir kurumsal yönetim mekanizmasıdır.

Diğer potansiyel kurumsal yönetim mekanizmalarında olduğu gibi, kontrolü ele geçirme piyasasının da hissedarlar için açık olmayan bir tarafı sözkonusudur. Yönetici ile hissedar arasındaki temsil problemine potansiyel bir çözüm olmasının yanında, bu problemin çok açık bir işareti de olabilir. Şöyle ki, işletmelerinin büyüklüğünü maksimize etmekle ilgilenen yöneticiler, şirket kaynaklarını hissedarlara nakit olarak döndürmek yerine ele geçirmeler (acquisitions) için fazla ödemeler (overpaying) yapmak suretiyle israf edebilirler.

### d) Yasal/Düzenleyici (Legal/Regulatory) Sistem

LaPorta, Lopez-de-Silanes, Shleifer ve Vishny (1998) yasal sistemin temel nitelikte önemli bir kurumsal yönetim mekanizması olduğunu ileri sürmektedirler. Yazarlar özellikle, bir ülkenin yasalarının yatırımcı haklarını ne kadar koruduğunun ve bu yasaların ne kadar güçlendirilmiş olduğunun, o ülkedeki kurumsal yönetim ve şirket finansını geliştirme metodlarının en temel belirleyicileri olduklarını söylemektedirler. Bu temel fikir, ülkeler arasında değişen yasal rejimleri inceleyen bir araştırma alanı doğurmuştur. Bu araştırmalar karşılaştırmalı kurumsal yönetim çalışmalarına yol açmaktadır.

Farklı kurumsal yönetim sistemlerinin karşılaştırılması kaçınılmaz olarak belirli açık sorulara yol açmaktadır: Tek bir “doğru” kurumsal yönetim sistemi var mıdır? Varsa, bu sistemin karakteristikleri, nelerdir ve bu yöne doğru bir yaklaşım gözlemliyor muyuz? Şayet tek bir “doğru” kurumsal yönetim sistemi yoksa, ülkelerin veya firmaların hangi karakteristikleri bir sistemin kendileri için optimal olduğunu belirler?

## 2. Kontrolün Özel Yararları (Private Benefits of Control)

Özsermaye sahipliği, hissedarlara firmanın nakit akımlarıyla ilgili belirli haklar sağlar. Büyük hissedarların hem yönetimi izleme konusunda teşviğe ve hem de onları etkileme konusunda yeterli kontrole sahip olması, örneğin nakit akımlarının artırılması gibi bir durumda, bundan tüm hissedarların yararlanmasına yol açar. Bunlar kontrolün ortak yararlarıdır (shared benefits of control). Blok hissedarların özsermaye sahipliği ile firma performansı arasındaki ilişkinin incelenmesi, temel olarak büyük hissedarlara sahip olmakla bağlantılı olarak firmada ortak (paylaşılan) yararların olup olmadığının ölçülmesidir. Bununla birlikte potansiyel olarak kontrolün özel yararları (private benefits of control) da vardır. Özel yararların anlamı, bunların sadece firma üzerinde önemli derecede kontrole sahip olan hissedarlar için elde edilebilir olduğudur.

Kontrol etmenin değerinin, özsermaye sahipliği ile bağlantılı nakit akım haklarının ötesinde bir değer taşımasından dolayı, firmada kontrolün büyük kısmını elde tutmak için bir teşvik vardır. Bir firmada hissedarların nakit akım haklarını aşan kontrol haklarını elde edebileceği birçok yol vardır. ABD’de bu, tipik olarak, orantısız bir şekilde yüksek sayıda oy hakkı taşıyan hisse senetleri yoluyla elde edilir. Birçok çalışma ABD’de “bir pay bir oy” dan (one share one vote) sapan firmaları incelemiş ve yüksek oy hakkı olan hisse senetlerinin diğerlerine nazaran küçük de olsa bir primle işlem gördüğünü bulmuştur (Lease, McConnell ve Mikkelson (1983, 1984), DeAngelo ve DeAngelo (1985), Zingales (1995)). Kanıtlar kontrolün özel yararları olduğuyula tutarlıdır. Dünya çapındaki oy hakkı primleriyle ilgili çalışmalar Amerikan kanıtını destekler niteliktedir. Bu çalışmalar ABD dışındaki ülkelerin tümünde bu primin ABD’dekinden daha büyük olduğunu göstermektedir. Bu prim, düşük bir oran olarak %6,5 ile İsveç (Rydqvist (1987)) ve yüksek bir oran olarak %82 ile İtalya (Zingales (1994)) arasında değişmektedir.

Sahiplik oranını aşan kontrol hakkı, piramit yapılar (pyramid structures) veya çapraz hissedarlıklarla (cross-holdings) da elde edilebilir. Bir piramit yapıda, örneğin bir firma ikinci bir firmanın %51’ine sahip olabilir. Bu ikinci firma bir üçüncü firmanın %51’ine sahiptir ve bu böyle gider. Dolayısıyla piramidin en tepesindeki sahip piramit içindeki firmaların tümünde etkin bir kontrole sahiptir. Ve bu, piramitten aşağı doğru her basamaktaki firmaya daha az yatırımla gerçekleştirilir. Çapraz hissedarlık ise, bir grup şirket karşılıklı sahiplik pozisyonlarını koruduklarında oluşur.

İkili hisse senedi sınıfları, piramitler ve çapraz hissedarlıklarla kontrolün pekişmesi (consolidation of control) dünya çapında yaygındır. Claessens, Djankov ve Lang (2000) dokuz Doğu Asya ülkesindeki firmaları incelemiş ve piramit yapılar ve çapraz hissedarlıklarla oy haklarının sıklıkla nakit akımı haklarını aştığı-

nı bulmuştur. Sonuç, bu ülkelerdeki firmaların üçte ikisinden daha çoğunda firma üzerinde etkin bir kontrole sahip tek bir hissedar vardır. Faccio ve Lang (2002), sahiplik ve kontrol arasındaki sapmanın sadece bir kaç ülkede önemli çıkmasına karşın, en büyük hissedarların kontrolünü geliştirmek için iki sınıflı hisse senedi ve piramit yapıların kullanılmasının Batı Avrupa’da yaygın olduğunu belirtmektedir. Brezilya firmaları için Valadares ve Leal (2000), çalıştıkları firmaların geniş çoğunluğunun oy hakkından yoksun hisse senetlerine sahip olduklarını bildirmekte ve Lins (2003) piramitleşmenin (pyramiding) yaygın olduğunu bulmaktadır.

Grup sahiplik yapısı (group ownership structure) birçok ülkede yaygındır. Bu yapılar Japonya’da keiretsu, Kore’de chaebols ve Rusya’da finansal-endüstriyel gruplar (financial-industrial groups) olarak adlandırılmaktadır. Gruplar ayrıca Hindistan, İtalya ve Brezilya’da da yaygındır. Kantor (1998) Güney Afrika’nın 5 büyük firma tarafından domine edildiğini bildirmekte ve bunların üçünün, kurucuları veya onların aileleri tarafından kontrol edildiğini söylemektedir. Bu gruplar sıklıkla azınlık nakit akımı yatırımı yapmış olmalarına rağmen grup içindeki tekil firmaların kontrolüne sahiptir.

Genel olarak uluslararası kanıtlar, nakit akımı haklarından daha fazla kontrol haklarının birikiminin firmaların gözlenen piyasa değerini düşürdüğüne işaret etmektedir. Lins (2003) 18 gelişmekte olan ülkeyi incelemekte ve kontrol hakları ile nakit akım haklarının eşleşmemesinin yaygın ve değer düşürücü olduğunu belgelemektedir. Volpin (2002) İtalya’da, kontrol eden hissedarların nakit akım haklarının %50’sinden daha azına sahip olması durumunda, üst düzey yönetim devrinin performansa duyarlılığının daha düşük olduğunu bildirmektedir. Lins ve Servaes (1999) Japonya’da çeşitlendirme (diversification) iskontosunun, endüstriyel grupların parçası olan firmalarda yoğunlaştığını bulmuştur. Diğer bir çalışmada Lins ve Servaes (2002) yedi gelişmekte olan ülkedeki halka açık işlem gören firmaları incelemekte ve sadece endüstriyel gruplara dahil firmalarda veya yönetimin sahipliğinin %10-%30 aralığında olan firmalarda çeşitlendirme iskontosu gözlemektedirler. İskonto, yönetimin kontrol haklarının nakit akım haklarını ciddi biçimde aştığı durumda en şiddetli şekilde gerçekleşmektedir. Joh (2000) Kore firmalarında kontrol eden blok hissedarların ayrıca yüksek nakit akım haklarına sahip olduklarında daha etkili olduklarını göstermektedir. Yazar işletme gruplarıyla (business groups) bağlantılı firmaların daha az karlı olduklarını bulmuştur. Gorton ve Schmid (2000) Almanya’da banka kontrolünün, bankaların oy hakkını kullandıkları payların aynı zamanda sahibi olmaları durumunda ROA (aktiflerin getirisi) üzerinde olumlu bir etkisinin olduğunu, başkası adına tuttukları payların vekalet oylarını kullandıklarında herhangi bir etkisi olmadığını bulmuşlardır.

Birçok çalışma, bir grup üyesi olmanın, grup içindeki şirketlerin yatırım politikalarına etkisini tartışmaktadır. Genel olarak, aynı ülkede gruplara dahil firmalar için gruplara dahil olmayan firmalara göre yatırımın nakit akımlarına duyarlılığının daha az olduğu bulunmuştur. Hoshi, Kashyap ve Scharfstein (1991) büyük bankalarla bağlantılı Japon firmalarında yatırımın likiditeye duyarlılığının daha az olduğunu bulmuşlardır. Shin ve Park (1999) Kore chaebols'larındaki firmalarda yatırımların nakit akımlarına duyarlılığının, chaebols üyesi olmayan firmalardan daha az olduğunu göstermektedir. Perotti ve Gelfer (1999) aynı durumun, özellikle bankaların liderlik ettiği finansal yatırım gruplarına dahil Rus firmaları için de geçerli olduğunu bulmuştur. İç sermaye piyasalarına bağımlılık zorunlu olarak değer düşürücü olmamakla birlikte ABD kanıtları bunun sıklıkla değeri düşürdüğünü yansıtmaktadır. Scharfstein (1998), Rajan, Servaes ve Zingales (2000) ve Ahn ve Denis (2002) çeşitlendirilmiş firmaların etkin olmayan yatırımlar yaptığı, bazı işletme birimlerine çok fazla diğerlerine ise çok az yatırımlar yaptığı hipotezleriyle tutarlı kanıtlar sunmaktadırlar.

Grup üyeliği ile ilgili bir pozitif not olarak, Hoshi, Kashyap ve Scharfstein (1990) Japonya'da keiretsu üyeliğinin, kreditorlerle yeniden görüşmeyi zorlaştıran asimetrik enformasyon ve free rider\* problemlerini hafifletmek suretiyle finansal sıkıntı maliyetlerini azalttığını göstermektedirler. Keiretsu'ya dahil firmalar veya keiretsu firması olmasa da temel bir bankayla güçlü bir bağa sahip olan firmalar, diğer Japon firmalarına nazaran verimli aktiflere daha çok yatırım yapmakta ve finansal sıkıntı durumlarında daha yüksek gelirleri sürdürebilmektedirler.

Kurumsal yönetimle ilgili yapılan diğer araştırmalarda ülkelerin hukuk sistemleri ve yatırımcıyı koruma dereceleri üzerinde durulmaktadır. Laporta, Lopez-de-Silanes, Shleifer ve Vishny (1998) bir ülkenin yasalarının yatırımcı haklarını ne kadar koruduğu ve bu yasaların ne kadar uygulandığını, o ülkedeki kurumsal yönetim ve şirket finansının geliştirilmesinin temel belirleyicileri olduğunu ileri sürmektedirler. Ampirik kanıtları, yatırımcıyı koruma derecelerinin ülkeden ülkeye önemli farklılıklar arzettiğini ve düşük yatırımcı koruması olan ülkelerde genellikle yüksek özsermaye sahiplik yoğunlaşması olduğunu göster-

---

\* Free rider problemi, çok sayıda hissedarın olduğu ve hisse senetlerinin küçük yatırımcıların elinde dağıldığı durumda ortaya çıkar. Bu ortamda bireysel yatırımcılar gözetleme amacıyla çok zaman ve para harcamaktan kaçınırlar. Her bir yatırımcı bu görevi diğerlerine bırakma ve onların çabalarından maliyetsiz olarak (freeride) yararlanma eğilimindedir. Şayet bütün yatırımcılar diğerlerinin bunu yapmasını tercih ederse gözetleme yapılmayacaktır. Sonuç olarak hissedar gözetlemesi güçlü veya etkili olmayacaktır.

mektedir. Yazarlar sahiplik yoğunlaşmasını, her ülkenin finans sektörü dışı en büyük 10 yerel firmasındaki en büyük 3 hissedarın sahiplik yüzdesini hesaplayarak ölçmüşlerdir. 49 ülke için örneklem medyanı %45'tir. Bu değer ABD için en düşüktür ve %20'dir. Sadece altı ülke %30'un altındadır.

LLSV (1998) 49 ülkenin her birini dört genel gruba dahil etmektedir: kamu hukuku ülkeleri (common law countries), Fransız sivil hukuk ülkeleri (French civil law countries), Alman sivil hukuk ülkeleri (German civil law countries) ve İskandinav sivil hukuk ülkeleri (Scandinavian civil law countries). Yazarlar kamu hukuku ülkelerindeki yasaların hissedarlar için en güçlü koruma derecesini sağladığını, Fransız sivil hukuk ülkelerindeki yasaların ise en düşük korumayı sağladığını bulmuşlardır. Yasaların yürütülmesi konusunda Alman ve İskandinav sivil hukuk ülkeleri kamu hukuku ülkelerinden daha güçlü iken en zayıf uygulama Fransız sivil hukuk ülkelerindedir.

Yoğunlaşmış hissedarlık yatırımcı koruması olmamasına akılcı bir yanıt olabilir. Şayet hukuk; sahipleri, kontrol edenlerden korumuyorsa, sahipler kontrol eden olmak isteyeceklerdir. LLSV (1998) bu durumda, yöneticiler ile hissedarlar arasındaki temsil çatışmasının –ABD'deki kurumsal yönetim araştırmalarının çoğunda ele alınan birincil çatışma- anlamlı olmadığını çünkü büyük hissedarların yönetimi kontrol etme konusunda hem teşviğe hem de olanağa sahip olduğunu söylemektedir. Bununla birlikte yazarlar, oldukça yoğunlaşmış bir sahipliğin baskın (dominant) hissedarlar ile azınlık (minority) hissedarlar arasında bir özsermaye temsil çatışmasına (equity agency conflict) yol açacağını belirtmektedirler.

Şayet büyük hissedarlar sadece orantılı nakit dividantlardan ve paylarının piyasa değerindeki artıştan yararlanırlarsa, bu durumda büyük hissedarlar ile azınlık hissedarlar arasında çatışma olmaz. Fakat daha önce de belirttiğimiz gibi, kontrolün ayrıca özel yararları da vardır. Bu yararların varlığı, çoğu ülkede yatırımcıların nakit akım haklarını aşan kontrol hakları elde etmeyi amaçlamasına yol açar. Yoğunlaşmış sahiplik çoğunlukla değer artışı ile bağlantılı iken, nakit akım haklarının üzerindeki kontrol haklarının varlığı değer düşürücü olma eğilimindedir.

Dyck ve Zingales (2002) 39 ülkede oy hakkı olan ve olmayan payların blok kontrol işlemlerindeki prim farklılıklarını kullanarak kontrolün özel yararlarını ölçmektedir. Daha önceki araştırmacılar gibi, özel yararların dünya çapında büyük oranda değiştiğini ve bazı ülkelerde oldukça önemli olduğunu bulmuşlardır. Yazarların önemli bir diğer bulguları, ayrı olarak oylama primlerinin (voting premiums) ülkedeki yatırımcı koruma derecesiyle negatif ilişkili olduğudur. Yani, hukuk tarafından daha az korunmuş yatırımcıların bulunduğu ülkelerde, kontrol edici hissedarlar, kontrolün daha büyük özel yararlarını firmadan çıkarmaya (extract) güç yetirebilir ve bunu yaparlar.

Nenova (2003) 18 ülkedeki 661 iki (hisse senedi) sınıflı firmalar üzerinde 1997 verileriyle çalışmıştır. Yazar kontrol yararlarını ve oy hakkının değerlerini hisse senedi fiyatlarından izole etmekte ve kontrol eden hissedarların özel yararlarını, Danimarka'da firma değerinin %0'ı ve Meksika'da firma değerinin %50'si aralığında tahmin etmektedir. Yazar ayrıca, yasal çevre ile ilgili değişkenlerin, kontrol haklarının değerindeki ülkeler arası değişimin %75'ini açıkladığını belirtmektedir.

Kurumsal yönetim literatürü, kontrol eden hissedarların firmadan değer çıkarmada kullandıkları en azından iki önemli yöntemi belirlemektedir. Birinci yöntem, Johnson, LaPorta, Lopez-de-Silanes ve Shleifer (2000) tarafından, varlıkların ve karların, onları kontrol edenlerin yararı için firma dışına çıkarılması olarak tanımlanan ve tünelleme (tunneling) olarak ifade edilen yöntemdir. Yazarlar, tünellemenin bir çok yöntemle gerçekleşebildiğini hatırlatmakta ve gelişmiş ülkelerde de tünellemenin olduğunu, fakat kamu hukuku ülkelerine nazaran sivil hukuk ülkelerinde tünellemenin gerçekleşmesinin daha olası olduğunu belirtmektedirler.

Tünelleme, piramit sahiplik yapılarıyla elde edilen fazladan kontrol haklarının olduğu firmalarda yaygındır. LaPorta, Lopez-de-Silanes ve Shleifer (1999) refah seviyesi yüksek 27 ekonomiyi incelemekte ve piramit yapıların, nakit akım haklarını aşan kontrol hakları elde etmede kullanılan en yaygın yöntem olduğunu bulmaktadırlar. Kontrol eden hissedar, piramidin altındaki firmalardan daha yukarıdakilere kaynakları transfer ederek kontrol ettiği firmalardan değer çıkarabilir. Bu çok çeşitli yolla yapılabilir: örneğin, üst seviyedeki firmalardan alt seviyedeki firmalara şişirilmiş fiyatlardan mal satarak, veya alt seviyedeki firmalardan üst seviyedeki firmalara piyasa fiyatının altında fiyatla mal satarak.

İkinci yöntem, bir firmanın kontrolünün, kontrol edenlere yönetici olarak istediğini yerleştirmesine olanak sağlamasıdır. Burkhart, Panunzi ve Shleifer (2002) bir profesyonel yöneticinin, bir firmayı iyi yönetmekte kurucunun varisinden daha donanımlı olduğunu varsayan bir model geliştirmişlerdir. Modelleri, azınlık yatırımcıları koruyan yasal rejimlerdeki dengenin profesyonel yöneticiler tarafından yönetilen geniş ellerdeki firmalar olacağını, zayıf hissedar koruması olan rejimlerin ise varislerin yönetici olduğu aile sahipliği eğiliminde olacağını öngörmektedir. Birçok yazar, kontrol eden hissedarların veya onların aile üyelerinin kontrol ettikleri firmayı yönettiklerine dair kanıtlar sunmaktadırlar. Claessens, Djankow ve Lang (2000) bunun dokuz Doğu Asya ülkesi için doğru olduğunu bulmuştur. Yine Lins (2003) 18 gelişmekte olan piyasa ülkelerinin firmalarından oluşan örnekleminde aynı durumun geçerli olduğunu göstermektedir. LaPorta, Lopez-de-Silanes, Shleifer ve Vishny (1999) refah seviyesi yüksek 27 ekonomi için kontrol eden hissedarların genellikle yönetime katıldığını bulmuşlardır.



Aile üyelerinin yönetici olarak yerleştirilmesi, firmayı yönetecek en olası insanlar olmaları durumunda azınlık hissedarlar için tabiki zararlı değildir. Bununla beraber var olan kanıtlar durumun böyle olmadığını ortaya koymaktadır. ABD'deki bir çok çalışmanın kanıtları, aile üyesi olan CEO'ların daha çok sağlamlaştırılmış/değişmez (entrenched) ve performansı düşürmeye daha olası olduğunu göstermektedir. Örneğin Johnson, Magee, Nagarajan ve Newman (1985) kurucu CEO'ların ani ölümlerine pozitif hisse senedi fiyatlarının cevap verdiğini, kurucu olmayan CEO'lar için böyle bir sonucun olmadığını söylemektedirler. Morck, Shleifer ve Vishny (1988) eski firmalar içinden, kurucu aile üyeleri tarafından yönetilen firmalarda, Tobin's Q'nun, aile ile ilişkili olmayan yöneticiler tarafından yönetilen firmalara göre daha düşük olduğunu bulmuşlardır. Volpin (2002) İtalya'da üst yönetim devrinin Tobin's Q'ya duyarlılığının, kontrol eden hissedarların yönetici olmaları, kontrolün tek bir hissedarın elinde tüm olarak toplanması ve kontrol eden hissedarların nakit akım haklarının %50'sinden daha azına sahip olması durumlarında en düşük olduğunu bulmuşlardır.

Özetle söylemek gerekirse, yasal yapı ve özellikle yatırımcı haklarının korunma derecesi, finansal piyasaların ve firmalardaki kurumsal yönetim yapılarının geliştirilmesi için önemlidir. Özsermaye sahiplik yapısının, performans ve değer ile, ABD dışı ülkelerde ABD'de olduğundan daha güçlü bir ilişkisi vardır. Bu konuyla ilgili olarak Demsetz ve Lehn (1985), sahipliğin dışsal olduğunu ileri sürmektedir. Yani firmalar kendi karakteristiklerine en uygun şekilde sahiplik yapılarına adaptasyon göstereceklerdir. Bu doğruysa, ABD'deki sahiplik ile performans arasındaki belirsiz ilişki, sahipliğin önemsiz olmadığı anlamına gelmez. Sadece farklı sahiplik yapıları farklı firmalar için en uygundur denilebilir. Bu görüş doğrultusunda, dünyanın diğer bazı ülkelerindeki, performans ile sahiplik arasındaki daha anlamlı ilişki, o ülkelerin yasal sistemlerinin zayıflığından kaynaklanıyor olabilir. Diğer bir deyişle, yatırımcı haklarının güçlü bir koruması olmadan firmalar, firmaya özel optimal kurumsal yönetim sistemlerini geliştirme lüksüne sahip değildir. Kendine özgü problemler yarattığı gerçeğine rağmen yoğunlaşmış sahiplik bir zorunluluktur. Bununla uyumlu olarak, Lins (2003) az yasal koruma olan ülkelerde performans ile sahiplik arasında daha güçlü bir ilişki bulmuştur. Durnev ve Kim (2002) az yatırımcı yanlısı olan ülkelerde kurumsal yönetim kalitesi puanları ile Tobin's Q arasındaki ilişkilerin daha güçlü olduğunu bulmuştur.

Halka açık işlem gören firmaların sahipliğiyle ilgili olarak uluslararası literatürden şu çıkarımlar yapılabilir: Birinci olarak sahiplik, ortalamada, ABD dışı ülkelerde ABD'de olduğundan anlamlı derecede daha fazla yoğunlaşmıştır. İkinci olarak, sahiplik yapısı, ABD dışı ülkelerde ABD'de olduğundan daha fazla önem arzeder görünmektedir; yani sahiplik yapısı firma performansı üzerinde

daha büyük etkiye sahiptir. Genel olarak özel sahiplik yoğunlaşmasının firma değeri üzerinde pozitif etkiye sahip olduğu görülmektedir. Üçüncü olarak, dünya çapında kontrolün önemli derecede özel yararları sözkonusudur ve bu ABD dışı ülkelerde ABD’de olduğundan daha büyüktür. Kontrol haklarının nakit akım haklarını aşmasına olanak tanıyan yapılar yaygındır ve genellikle değer düşürücü etkiye sahiptir.

### 3. Azınlığın Kontrolüne Olanak Sağlayan Şirket Kontrol Yapıları

Geleneksel olarak kullanıldığı gibi, bir firmanın “sahipleri” şu iki formel hakkı paylaşan kişilerdir: i) firmayı kontrol etme hakkı ve ii) firmanın karları veya artık kazançları<sup>7</sup> (residual earnings) üzerinde tasarruf yetkisi. Burada “formel” kavramı önem arz etmektedir çünkü zorunlu olarak etkin kontrol olduğu anlamına gelmez. Şirketlerde formel kontrol genellikle ve sadece yönetim kurulu üyelerini seçme hakkını ve birleşme ve tasfiye gibi önemli konuların küçük bir bölümünde doğrudan oy kullanmayı içerir. Bunun da ötesinde, büyük şirketlerde formel kontrolü elinde bulunduran hissedarların çok fazla sayıda ve çok fazla dağılmış olması bu sınırlı oy haklarının bile anlamlı bir şekilde kullanıl(a)masına yol açmakta ve yönetimin büyük bir otonomiye sahip olmasına sebep olmaktadır. Sahiplik ve kontrolün ayrılığı kavramı (the separation of ownership and control)<sup>8</sup> şirket yöneticilerinin sahip olduğu bu güçlü otonomiye yansımaktadır.

Teoride, kontrol hakları ile artık kazançlara yönelik haklar ayrıştırılabilir ve farklı sınıf kişiler tarafından elde tutulabilir. Uygulamada ise genellikle bu iki haklar birarada tutulur (yönetimin bir kısım sahipliği elinde tutması). Bunun açık sebebi şudur: şayet kontrol edenlerin firmanın artık kazançları üzerinde herhangi bir hakkı yoksa kontrol haklarını bu kazançları maksimize etmek için kullanma konusunda çok az teşvikleri olacak demektir. Tabii, kontrol edenler ile artık kazançlar üzerinde hak sahibi olanlar arasında yapılacak sözleşmesel düzenlemelerle, kontrol edenler tüm önemli kararlar konusunda uygun bir şekilde önceden kısıtlanabilirse böyle bir problem de çıkmazdı. Fakat “kontrol” kavramının özü bir kısım firma politikasını belirleme yetkisidir. Bunlar yüksek işlem maliyetleri ve mükemmel olmayan öngörüler nedeniyle önceden bir sözleşmede belirlenemezler. Bunun yerine yetki devredilen kişilere bu konularda takdir yetkisi verilmek zorundadır.

Herhangi bir firmada sahiplik ve kontrol nadir olarak tam anlamıyla ayrılmıştır.

<sup>7</sup> Ücretler, faiz ödemeleri veya tedarikçilere yapılan ödemeler gibi firmanın sözleşmelerle yüklenmiş olduğu tüm ödemeleri yaptıktan sonra geriye kalan net kazançlar.

<sup>8</sup> Katı anlamda, sahiplik ve kontrolün tam olarak ayrıştığı söylenemez zira sahiplik kavramı formel olarak kontrol hakkını taşır. Bu ifadeyle kastedilen sahiplik ve “etkin” kontrolün ayrışımıdır.

Sıklıkla kontrol edenler, kontrol ettikleri firmalarda bir kısım özsermayeye sahiptirler. Bazı sahipler ise özsermaye pozisyonlarının büyüklüğünün sonucu olarak sahip oldukları firmalar üzerinde kontrolün bir kısmını ellerinde tutarlar. Sonuç olarak sahiplik yapısı (bir firmanın özsermaye sahiplerinin kimlikleri ve bunların pozisyonlarının büyüklüğü) kurumsal yönetimin potansiyel olarak önemli bir ögesidir.

Sahiplik ile kontrol ne kadar örtüşürse çıkar çatışmalarının o kadar azalacağı ve dolayısıyla firma değerinin artacağı söylenebilir. Fakat sahiplik, kontrol ve firma değeri arasındaki ilişkilerin bundan daha karmaşık olduğunu da belirtmek gerekir. Örneğin, bir şirketin yönetimince tutulan sahiplik, yöneticilerle hissedarların çıkarlarının paralelleşmesine yarayabilir. Bununla beraber yöneticilerle hissedarların çıkarları ne kadar az ayarlanmışsa, yüksek özsermaye sahipliği yöneticilere, güçlü bir tepkiyle karşılaşma korkusu olmaksızın kendi amaçları peşinde koşma konusunda daha büyük bir serbestlik sağlayabilir; yani yöneticilerin yerini sağlamlaştırabilir (entrenchment). Sonuç olarak yönetsel sahipliğin firma değeri üzerindeki nihai etkisi, paralelleştirme (alignment) ve sağlamlaştırma etkilerinin dengelenmesine (trade-off) bağlıdır.

Yönetim dışındaki hissedarlar yönetim tarafından kararlaştırılan faaliyetlere potansiyel olarak etki edebilir. Yaygın olarak dağılmış hisse sahipliği ile tipik bir Amerikan şirketindeki problem, bireysel hissedarların belli bir firmada çok küçük bir paya sahip olmasıdır. Dolayısıyla bireysel hissedarları, yöneticileri gözetlemek ve firma içindeki karar alımını etkilemek için önemli kaynak ayırmaya itecek teşvikler ya hiç yoktur ya da çok azdır. İlave olarak free-rider problemi de, bu dağılmış hissedarlar için faaliyetlerini koordine etmeye yönelik teşvikleri düşürür. Bununla beraber daha önemli sahiplik pozisyonları olan bireysel hissedarlar yöneticileri izlemeye ve etkilemeye yönelik kaynak harcamak üzere daha büyük teşviklere sahiptirler.

Yöneticilerin sahipliğinde olduğu gibi, dışsal blok sahipliğin de diğer hissedarların perspektifinden pozitif bir güç olduğu çok açık değildir. Blok hissedarlar yöneticiler üzerinde etkilerini kullanabilirler. Bu sayede yöneticilerin tüm hissedarların değerini artıracak kararlar alma olasılığı daha yüksek olabilir. Bunlar kontrolün ortak yararlarıdır (shared benefits of control); yani blok hissedarlar etkilerini kullanırlar ve bütün hissedarlar bundan yararlanır. Bununla beraber kontrolün özel yararları (private benefits of control) da vardır; örneğin sadece blok hissedarların elde edebileceği yararlar gibi. Bu özel yararlar diğer hissedarlar açısından zararlı olmayabilir. Örneğin; bir blok hissedar, önemli bir hissedar olmanın sağlamış olduğu bir avantajla sadece güçlü insanlar arasına girmiş olmaktadır hoşlanabilir. Bununla beraber, şayet blok hissedarlar kontrol haklarını şirket kaynaklarını şirket dışına çıkarmak amacıyla kullanırlarsa, bunların elde ettikle-

ri özel yararlar diğer hissedarlar için firma değerinde düşüslere yol açacaktır. Sonuç olarak, blok sahipliğin ölçülmüş firma değeri üzerindeki nihai etkisi, blok hissedar kontrolünün ortak yararları ile yine blok hissedarların firma değerinden çıkardıkları (extract) özel yararların dengelenmesine dayanır.

Birçok ülkede, hissedarlar arasındaki ortak hareket problemlerinin çözümüne yönelik tercih edilen mekanizmanın, kısmi sahiplik (partial ownership) ile kontrolün büyük hissedarlar elinde yoğunlaşması olarak görülmektedir (La Porta et al, 1999, Claessens et al, 2000). Bu tip bir kurumsal yönetim formunun iki önemli maliyeti vurgulanmaktadır: (i) küçük yatırımcıların aleyhine, büyük hissedarlarla yönetimin potansiyel anlaşması (collusion), (ii) şirketin ikincil piyasada düşen likiditesi. Birçok ülkenin şirketler hukuku, likiditeyi yükseltmek ve azınlık hissedarların muhtemel suistimalini kısıtlamak üzere büyük hissedarların gücünü kırpmaktadır. Burada kurumsal yönetimin karşı karşıya olduğu temel ikilem ise şudur: büyük hissedarın müdahalesinin, daha iyi küçük yatırımcı korumasını garantilemek için düzenlenmesi gerekir, fakat büyük hissedarın olması aynı zamanda yönetsel takdiri ve suistimal fırsatlarını (scope for abuse) artırabilir. Yani, yönetsel takdir (managerial discretion) ile küçük hissedar koruması (small shareholder protection) arasındaki dengenin doğru sağlanabilmesi gereklidir. Kötüye kullanımı sınırlayacak alternatif metotlar ise henüz ispatlanmayı beklemektedir. (Becht, Bolton and Röell, 2002).

Şirket sahiplik yapısını inceleyen literatürün çoğunluğu, yaygın sahiplik (dispersed ownership) ile bir blok hissedarın şirketin paylarının büyük bir kısmına ve ya çoğunluğuna sahip olduğu kontrollü yapıları (controlled structure) karşılaştırır. Bunlardan farklı olarak burada, bir hissedarın nakit akımları üzerinde özsermaye haklarının daha küçük bir kısmına sahip olduğu halde şirketi kontrol ettiği sahiplik yapıları üzerinde durulmaktadır.

Bir firmayı kontrol edene, firmanın özsermayesine ilişkin nakit akım haklarının sadece az bir kısmını tutmasına müsaade eden üç temel mekanizma söz konusudur. Diğer bir ifadeyle nakit akım hakları ile kontrol hakları ayrımı üç temel şekilde gerçekleştirilebilir: (1) iki sınıflı hisse yapılarıyla (dual-class share structure), (2) piramit yapılarla (stock pyramids) ve (3) çapraz sahiplik bağlarıyla (cross-ownership ties). Nasıl ortaya çıktığından bağımsız olarak bu tür sahiplik yapıları azınlığın-kontrol-ettiği yapılar (controlling-minority structure) olarak adlandırılabilir (Bebchuk, Kraakman and Triantis, 1999). Her ne kadar, bir firmanın geri kalan hisselerinin yaygın ellerde olduğu (dispersed) durumda, azınlık bir hissedar sıklıkla kontrolü uygulasa da burada bu tür kontrol biçimleriyle ilgilenmiyoruz. Bunun yerine, bir azınlık hissedarın korunmuş (entrenched), yani herhangi bir ele geçirme tehdidinden tamamen izole olduğu yapılarla ilgilenmekteyiz. Bu üç temel azınlık-kontrolü formlarının her biri ve bunların karışımları azınlık

kontrolünü koruyucu özellikler taşır. Her durumda, bu üç azınlık-kontrolü formu temelde kontrol haklarından nakit akım haklarının istenilen dereceye kadar ayrılması için kullanılabilir.

Azınlığın-kontrol-ettiği yapı, kontrol edenleri şirket kontrol piyasasından izole ettiği derecede kontrollü yapıya, şirket kontrolünü firmanın nakit akım haklarının küçük bir kısmını elinde tutan bir içerdekinin ellerine verdiği derecede de yaygın hissedarlık yapılarına benzer. Bu yüzden, azınlığın-kontrol-ettiği yapı (controlling-minority structure), kontrollü yapı (controlled structure) ve yaygın sahiplik yapılarıyla ilgili teşvik problemlerinin tek bir sahiplik yapısında toplanmasına yol açabilir.

Azınlığın-kontrol-ettiği yapılar ABD dışında ve özellikle aile kontrolündeki holdingler tarafından domine edilen ekonomilerde yaygındır. Bu yapılar, kontrol edenlerinin teşviklerini kökten bir biçimde çarpıtabilir nitelikte olduğundan son yıllarda birçok ülkede yakın politik ve piyasa incelemesi altına girmiştir.

Azınlığın-kontrol-ettiği yapılarda, diğer sahiplik yapılarında var olan temsil maliyetlerini kısıtlayıcı mekanizmalar yoktur. Az bir özsermaye payına sahip olmakla birlikte aynı zamanda kovulma tehlikesini de içeren, yönetimin kontrol ettiği yaygın sahiplik (diversified ownership structures) yapılarından farklı olarak azınlığın-kontrol-ettiği şirketlerdeki kontrol sahipleri ne vekalet yarışıyla (proxy contests) ne de düşmanca elegeçirme (hostile takeovers) tehlikesiyle yüz yüzedir. Buna ilaveten, kovulma tehlikesi taşımamakla birlikte sahip oldukları payların büyüklüğü nedeniyle kararlarının firma değerine olan etkisini büyük oranda içselleştirebilen kontrol eden hissedarların olduğu kontrollü yapılardan (controlled structure) farklı olarak, azınlığın-kontrol-ettiği yapılarda kontrol sahipleri firmalarındaki nakit akım haklarının çok küçük bir kısmını ellerinde tutuyor olabilirler. Dolayısıyla, nakit akım hakları düşerken, azınlığın-kontrol-ettiği firmaların kontrol edicileri kendi ahlaki rizikolarından (moral hazard) doğan maliyetlerin çoğunu gittikçe artan bir şekilde dışsallayabilir ve sonuç olarak bu firmalardaki temsil maliyetleri kontrol eden hissedarın firmada aynı zamanda büyük hissedar olması durumuna göre keskin bir şekilde artabilir. Örneğin proje seçiminde kontrol eden hissedar, daha değerli olan proje seçmek yerine, daha fazla kontrolün özel yararını sunan projeleri seçme yoluna gidebilir. Benzer şekilde, bu yapılarda kontrol edenlerin genişlemeye dönük çok güçlü eğilimleri vardır. Sonuç olarak bu yapılar yakın gözetimi hak etmektedirler.

Azınlık kontrolüne olanak sağlayan yapıların ve özellikle piramitlerin kullanılmasının sebeplerine ilişkin iki ayrı hipotez bulunmaktadır. Ayrım (seperation) hipotezi (Bebchuk et al.,1999) diğer araçlar gibi piramitlerin de kontrol haklarının nakit akım haklarından ayrılmasının alternatif bir aracı olduğunu belirtir.

Sömürü hipotezi (Wolfenzon, 1999) ise sahiplik yapısının özellikli bir tipiyle,

herhangi bir girişimcinin, dışsal özsermaye sahiplerinin servetini kendi yararına yönlendirecek fırsatı yaratabileceğini tartışmaktadır. Bu görüşe göre bir girişimci, nakit akım haklarını oy haklarından ayırmak istemekten çok azınlık hissedarları sömürmek amacıyla piramit yapılar oluşturur. Diğer bir ifadeyle kontrol eden hissedar, dışsal hissedarlara yeni girişimlerin maliyetlerini ödettirmek fakat bütün faydalarından yararlandırmamak üzere piramitsel yapıları kullanır. Sonuç olarak, kontrol eden hissedarların, firmanın kaynaklarının içselleştirilmesi yoluyla elde ettiği özel yararlar bunun kendilerine olan maliyetlerini aşar. Jensen ve Meckling (1976) kontrol eden hissedarın tuttuğu pay ne kadar azsa bu temsil probleminin o kadar artacağını savunmaktadırlar.

Bu teoriye göre piramit yapılar, oy hakkı farklılaşması ya da çapraz sahipliklerin bir alternatifi değildir. Buna göre, bir kurumsal yönetim sistemi, holdinglelerin kontrol eden hissedarlarını gözetlemede etkin değilse orada piramit sahiplik yapısını gözlemlemek çok daha olasıdır. Wolfenzon'a (1999) göre yüksek kalitede yatırımcı koruması olan bir ortamda piramit sahiplik yapılarının var olması muhtemel değildir. Bununla beraber "sömürü" açıklamasının yanında başka açıklamaların da getirilebileceği kabul edilmektedir. Bunlardan bir tanesi, piramit yapıların üye şirketler arasında içsel bir sermaye piyasası sunuyor olabileceğidir.

Azınlığın kontrol ettiği yapıların yaygın olarak görüldüğü ülkeler, oluşum sebeplerine ilişkin açıklamalarla da tutarlı bir şekilde, görece kontrolün özel yararlarının daha yüksek olduğu ve yatırımcıların yasal korunmasının düşük olduğu ülkelerdir.

#### **4. Türkiye’de Şirketlerin Sahiplik ve Kontrol Yapısına Yönelik Yapılan Çalışmalar ve Bir Kontrol Aracı Olarak Holdingler**

Türkiye’de tipik bir holding şirket, şirketler arası hissedarlığın karışık bir ağıyla beraber piramidal yapıları bir araya getirmektedir. Aileler bir holding şirketinin çoğunluk kontrolünü elinde tutmak ve holding şirket de bir diğer şirketin kontrolünü tutmak suretiyle piramit yapıları doğurmaktadırlar. Şayet kontrol zinciri içinde firma ile nihai sahip arasında en azından bir halka açık işlem gören şirket varsa o firmanın sahiplik yapısı piramit olarak tanımlanmaktadır.

Demirağ ve Serter (2003) İMKB’de 1999 sonu itibariyle işlem gören piyasa değerine göre en büyük 100 şirketin sahiplik ve kontrol yapılarını incelemiştir. Yazarlar, şayet bir hissedarın (birey veya aile) firmadaki doğrudan veya dolaylı oy hakları %30’u geçiyorsa o firmanın kontrol eden hissedara sahip olduğunu varsaymışlardır. Çalışmanın sonuçları Türkiye’de sahipliğin çok yoğunlaşmış olduğunu göstermektedir. 100 şirkette en büyük hissedar, ortalama olarak %45,10 paya sahiptir. 38 şirket (%38) en az %50 payı olan bir hissedara sahiptir. En büyük 5 hissedarın ortalama olarak %64,5 paya sahip oldukları görül-

mektedir. 84 şirketin, mevcut payların en azından %50'sini kontrol eden en azından 5 veya daha az hissedarı mevcuttur.

Şirketlerin doğrudan ortaklık yapısına yani birinci seviyedeki sahipliğine bakıldığında, holding şirketlerin Türkiye'de şirketlerin doğrudan sahipleri arasında en büyük grubu oluşturduğu görülmektedir. İMKB'de 100 en büyük şirketin 58'inde ortalama %36,2 payla holding şirketlerin sahipliği (ortaklığı) söz konusudur. Bu, 58 şirketin sahiplerinin nihai olarak holdingler olduğunu göstermez. Nihai sahipler tanım gereği bireyler (veya aileler) veya devlettir ve dolaylı sahiplik paylarının araştırılması yoluyla belirlenebilir.

Türkiye'de piramitsel ve kompleks sahiplik yapıları yaygın bir şekilde benimsenmiştir. Holding şirketlerin piramit yapıları yoluyla birçok şirket üzerinde kontrolü sürdürdüğü görülmektedir. Piramit yapıları sahiplere eşit düzeyde nakit akım hakkı tutmaksızın çoğunluk kontrolünü sürdürmelerini sağlar.

Türkiye'de en yaygın nihai sahiplerin aileler/bireyler olduğu görülmektedir. Aileler nihai olarak en büyük 94 şirketin 68'ine sahiptir. Bu 68 şirketin 37'si oy hakları zinciri içinde nihai sahipler (aileler) ile şirket arasında en azından bir halka açık şirketin bulunduğu piramit yapıları yoluyla kontrol edilmektedir. Aileler geri kalan 31 şirketi, ya aracı bir şirket olmaksızın veya halka açık olmayan başka şirketler yoluyla kontrol etmektedir.

Ailelerin kontrol ettikleri şirketlerdeki sahiplik payı ortalama %52,05'tir. Bu, %23.60 olan doğrudan sahiplik paylarının yaklaşık iki katıdır. Ortalama oy hakları ise %65,75'tir. Bu bize, ailelerin kontrol kaldırıcını yükseltmek üzere piramit yapıları kullandığını göstermektedir. Kontrol kaldırıcı değeri, nihai sahiplerin oy haklarının sahiplik paylarına bölünmesiyle bulunur. Ailelerin kontrol ettiği şirketlerde bu değer 1,26 olarak bulunmuştur. Bu değer ailelerin, oy haklarının %50'sini kontrol edebilmek için yaklaşık %39,68 (%50/1,26) nakit akım hakkı tuttıklarını göstermektedir.

Holding şirketlerinin, aile kontrolünü sürdürmede en sık kullanılan araç olduğu görülmektedir. Holding şirketler kayıtlı 100 firmanın 51'inin doğrudan en büyük hissedarıdır. Holding şirketlerin sahipliğindeki bu 51 şirketin 47'si nihai olarak ailelerin kontrolündedir. Doğrudan en büyük hissedarları bankalar olan 11 firmanın 3'ü de nihai olarak ailelerin sahipliğindedir. Bu durum bize, bir şirketin kontrolünde sadece holding şirketlerin değil finansal araçların da kullanıldığını göstermektedir.

Benzer bir çalışmada Yurtoğlu (2003) İMKB'de kayıtlı 305 şirketin 2001 sonu verilerini kullanmış ve bu şirketlerin 242'sinde nihai sahiplerin ortalama %67,03 kontrol hakkı ile ailelerin elinde olduğunu, bu şirketlerde ailelerin ortalama nakit akım hakkının %50,56 ve ortalama kontrol kaldırıcının (wedge) 5,29 olduğunu göstermektedir. Bu rakam yazarın kendisinin 1997 verileriyle

bulduğu 1,32 ve yukarıda Demirağ ve Serter'in (2003) 1,26'lık kontrol kaldıracı derecesine göre oldukça yüksektir. Bunun nedeni son çalışmada iki sınıflı hisse senetlerinin de dikkate alınmış olmasıdır. Ortalama piramit kademesi bu şirketlerde 1,86'dır ve sadece 73 şirkette piramit sahiplik yapısına rastlanmamıştır. 169 şirketin iki veya daha fazla sahiplik zinciri ile kontrol edildiği görülmektedir.

Nakit akım haklarıyla kontrol haklarının ayrımında kullanılan bir diğer yöntem de iki sınıflı hisselerdir ve aile kontrolündeki 242 şirketin 44'ünde birden fazla sınıflı hisseler bulunmaktadır.

Piramit yapılar ve iki sınıflı hisseler yanında Türk şirketlerinde kontrolü artırmak üzere kullanılan bir diğer yöntem de ana sözleşmede getirilen bir takım koşullardır. 29 şirketin ana sözleşmesi kontrol eden aile tarafından tutulan hisselerle yüksek kar payları verilmesine izin vermektedir. 16 şirketin ana sözleşmesi iflas durumunda kontrol eden sahiplere azınlığa nazaran avantajlar sağlamaktadır. 126 şirkette yönetim kurulu üyelerinin çoğunluğu münhasıran kontrol eden sahipler tarafından aday gösterilebilmektedir. 52 şirket içerdekilere denetim komitesinin kompozisyonunu belirlemeye müsaade etmektedir.

Kontrolü artırmaya yönelik bu mekanizmaların kullanım sıklığı Türkiye'de kontrolün değerli olduğunu ve içerdekilere (insiders) bunu sıkı bir şekilde korumaya düşkün olduklarını göstermektedir.

Yurtoğlu (2000) 1997 verileriyle yapmış olduğu çalışmada PD/DD oranlarının, nakit akım haklarıyla kontrol haklarının ayrıldığı firmalarda, bu ayrımın olmadığı firmalara nazaran anlamlı derecede daha düşük olduğunu bulmuştur. Yazar toplam varlık getirisi gibi karlılık oranlarında ve kar payı dağıtım oranlarında da benzer sonuçlar rapor etmektedir. 2001 verileriyle yaptığı çalışmada (Yurtoğlu, 2003) da yüksek nakit akım haklarının yüksek piyasa değerlemesi ile anlamlı derecede ilişkili olduğunu, yüksek kontrol ve oy haklarının daha düşük PD/DD oranlarına yol açtığını belirtmektedir. Yine piramit yapıların ve iki sınıflı hisselerin varlığı daha düşük piyasa değerlemesi ile ilişkilidir. İki döneme ilişkin verilerle yapılan çalışmaların aynı sonuçları vermesi, düşük değerlemenin belirli bir zamana özel bir durum olmadığını göstermektedir.

Saraç (2002) 1997-2001 yılları arası için sanayi sektörünü temsil eden örneklerinde, şirketlerde yönetsel kontrol yerine gittikçe daha fazla aile kontrolünün arttığını göstermektedir. Bulguları Türk sanayi sektörünün bu dönemde halen yoğunlaşmış sahiplik yapısı özelliğini taşıdığını göstermektedir. Firmaların çoğunda büyük hissedarlar grup firmaları ve/veya holding şirketleridir.

Saraç'ın (2002) dikkate değer bir diğer bulgusu sanayi sektöründeki firmaların performansı ile ilgilidir. Yazar finansal performansla sahiplik yapısı ilişkisinde, yoğunlaşmış sahiplikle karlılık arasında pozitif bir ilişki bulmuştur. Diğer bir



ifadeyle yoğunlaşmış sahiplik yapısı olan firmalar, yaygın hissedarlığa sahip firmalara göre daha karlıdır. Bu bulgu halka açık firmalarda kontrolün özel yararlarının, kontrol eden bir hissedara sahip olmanın yararlarının üzerinde olabileceğine işaret edebilir.

Gürsoy ve Aydoğan (1998) da Türk firmalarının çoğunda, piramit sahiplik yapılarının kullanımı nedeniyle kompleks sahiplik bağlarının olduğunu vurgulamaktadır. Sahiplerin kimlikleriyle piyasa bazlı performans ölçüleri arasındaki ilişkide, özellikle aile sahipliğindeki firmaların daha düşük F/K (fiyat/kazanç oranı) ve hisse senedi getirilerine sahip olduklarını bulmuşlardır. Yazarlar bunun sebebi olarak, aile sahipliğindeki firmalarda azınlık hissedarlarla çoğunluk hissedar(lar) arasındaki temsil probleminden şüphelendiklerini belirtmektedirler.

Gürsoy ve Aydoğan'ın (1998) bir diğer önemli bulguları, holdinglere bağlılık beçapraz sahiplikle ilgilidir. Bu özellikleri taşıyan firmalarla F/K ve hisse senedi getirileri arasında pozitif bir ilişki bulmuşlardır. Bunun sebebi, özellikle grup içinde bir banka da varsa, holding yapılanmaların grup şirketlerine finansman sağlama konusunda sağladığı avantajlar olabilir. Fakat holdinglere bağlı şirketlerle bağlı olmayan şirketlerin kaldıraç oranlarının birbirlerine yakın olması, açıklama girişimini başka noktalara yönlendirmektedir. Bunlar, çeşitlendirmenin faydaları ve grup içinde kaynakların etkin dağıtımını gibi holding formlarından beklenen faydalardır. Yazarlar da, yüksek değerlemenin, piyasanın bu faydalara ilişkin olumlu bakışının bir sonucu olduğunu ifade etmektedirler. Sonuç olarak kontrol eden hissedarların kimliklerinin performans sahiplik ilişkisinde hayati bir role sahip olduğunu vurgulamaktadırlar.

### **Sonuç**

Şirkete finansman sağlayanlarla yöneticiler (diğer bir ifadeyle sahip ve kontrol edenler) arasında mükemmel sözleşmeler yapılmasının mümkün ve ekonomik olmaması nedeniyle yöneticiler yatırımcıların fonlarının nasıl dağıtılacağı konusunda önemli kontrol (takdir) haklarına sahiptirler. Dolayısıyla yöneticilerin elinde bu fonları kendilerine aktarma fırsatı vardır. Kurucularının parayı alıp kaçışıyla son bulan birçok piramit yapı söz konusudur. Fonların yöneticiler tarafından içselleştirilmesi sadece nakdin kaçırılması şeklinde değil, transfer fiyatlaması gibi daha gelişmiş biçimlerde de gerçekleşebilir. Örneğin yöneticiler kişisel olarak sahip oldukları şirketler kurabilir ve yönetmiş oldukları şirketin ürünlerini piyasa fiyatının altında kendi şirketlerine satabilirler. Daha da ötesinde, sadece ürünlerini değil esas şirketin varlıklarını dahi piyasa fiyatının altında kendi şirketlerine satabilirler.

Yatırımcıların doğrudan istismarını içeren durumlara mahkemelerin müdahalesi daha olası olduğundan, yöneticiler kaynakların dağıtımını konusundaki takdirlerini daha az doğrudan kişisel faydaları yönünde kullanırlar. Bunların düşük

maliyetli olanları, şirkete ait bir havayolu filosu oluşturmak veya pelüş halılar almak gibi harcamalardır. Daha maliyetli olanları ise firmanın rasyonel büyüklüğünün ötesinde genişletilmesi, serbest nakit akımlarının Net Bugünkü Değeri negatif olan projelere (pet projects) yatırılması gibi yöneticilerin, yatırımcıların faydasından çok kendi faydalarına yönelik projeleri kovalamalarıdır (kontrolün özel yararları).

Yukarıdakilerden belki daha da maliyetli olanı, yöneticilerin kendilerini kovulmaya karşı korumak suretiyle, artık firmayı yönetmek üzere yeterince kalifiye veya rekabetçi olmadıkları halde işlerini sürdürmeleridir.

Temsil maliyetleri modern şirket için kaçınılmazdır. Azınlığın kontrolündeki şirketlerde ise diğer koşullar değişmezken bu maliyetlerin kontrollü şirketlere nazaran çok daha büyük olmasına yol açacak sebepler mevcuttur. Bu yapılar özellikle proje seçimi, firma büyüklüğü ve kontrol transferi gibi konularda şirketin kontrol edenlerin etkin kararlar almasını sağlayacak teşviklerini bozar. Azınlık hissedar-kontrol eden hissedar arasındaki potansiyel çıkar çatışmalarının muhtemelen kontrol eden hissedar lehine çözümleneceği ve dolayısıyla büyük bir hissedarın varlığıyla alakalı temsil maliyetlerinin, yönetsel takdirdeki azalıştan kaynaklanan maliyet tasarrufunu aşacağı ileri sürülebilir.

Bir firmayı kontrol edene, firmanın özsermayesine ilişkin nakit akım haklarının sadece az bir kısmını tutmasına müsaade eden üç temel mekanizma söz konusudur: (1) farklı oy hakkı yapıları (differential voting rights structures), (2) piramid yapılar (pyramid structures) ve (3) çapraz sahiplik yapıları (cross-ownership structures). Bir kontrol aracı olarak holdingler yarattığı piramitleşmeyle azınlık kontrolüne olanak sağlamaktadır. Holdingler bağlı ortaklık veya iştirakler yoluyla Türkiye’de aileler tarafından en sık kullanılan kontrol aracını oluşturmaktadır. Farklı sınıflı hisselerin kullanımının da dahil edilmesiyle Türkiye’de kontrol kaldırıcı rakamı ailelerin kontrol ettiği şirketler için 5,29 olarak bulunmuştur. Her ne kadar bu şirketlerde ailelerin tuttuğu ortalama nakit akım hakkı %50,59 olarak oldukça yüksek ve yoğunlaşmışsa da bu, nakit akım hakkı ile kontrol ayırımının daha da büyütülemeyeceği anlamına gelmez.

Türkiye’nin de içinde bulunduğu sivil hukuk (civil-law) sistemlerinde yatırımcı korumasının (investor protection), kamu hukuku (common-law) sistemlerine nazaran daha düşük olduğu bilinen bir gerçektir. Zayıf bir hukuk çerçevesi (contracting environment) ve sermaye piyasalarının gelişmişlik düzeyi şirketlerin sahiplik ve kontrol yapılarının oluşumunda belirleyici olmakta ve kurumsal yönetim, yoğunlaşmış sahiplik şeklinde buna cevap vermektedir. Buna ilaveten kontrolün özel yararlarının da yüksek olması azınlık kontrolüne olanak sağlayan yapıların yaygınlaşmasını doğurmaktadır. Bu tepki, performans anlamında içinde bulunulan çevreye (ülke) belki en iyi bireysel cevap olabilir fakat uluslararası re-

kabet ortamında yaşayabilmesi için üstün rekabet gücüne ve dolayısıyla performansla sahip olması gereken bir firma için aynı zamanda birçok potansiyel maliyetleri de içermektedir.

Firma düzeyinde bu maliyetler şunları içerir; sahip ve/veya yöneticinin şirket içindeki yerinin sağlanması, firmaların karşılaştırmalı olarak zayıf performans göstermesi, sınırlı risk çeşitlendirmesi, sahiplerin paylarını kolayca satamamasından kaynaklanan likidite maliyetleri, azınlık haklarının gaspı. Ülke düzeyinde bu potansiyel maliyetler, genel anlamda düşük hızda büyüme ve sermaye piyasalarının gelişimini engelleyici riskleri ifade etmektedir.

Yüksek sahiplik yoğunlaşması ayrıca kurumsal yönetim yasalarının gelişimini de etkileyebilir. Birçok gelişmekte olan ve geçiş ekonomisi ülkelerinde kurumsal yönetim sistemleri ağırlıklı olarak kontrol eden sahipler lehine eğilim taşımaktadır. Bu da potansiyel olarak bir takım sosyal maliyetlerin sürmesine yol açmaktadır.

#### KAYNAKÇA

**Ahn, S., and D. Denis:** “Internal Capital Markets and Investment Policy: Evidence from Corporate Spinoffs,” Working Paper, Purdue University (2002).

**Barclay, M.J., and Clifford G. Holderness:** “Private Benefits from Control of Public Corporations,” **Journal of Financial Economics**, 25 (1989), 371-195.

**Barclay, M.J., and Clifford G. Holderness:** “Negotiated Block Trades and Corporate Control.” **Journal of Finance**, 25 (1991), 861-78.

**Barclay, M.J., and Clifford G. Holderness:** “The Law and Large-Block Trades,” **Journal of Law and Economics**, 35 (1992), 265-94.

**Bebchuk, L., Kraakman, R. and G. Triantis:** Stock Pyramids, Cross-Ownership, and Dual Class Equity: The Creation and Agency Costs of Separating Control from Cash Flow Rights. Discussion Paper #249, Harvard Law School, 1999.

**Becht, Marco, Patric Bolton, and Ailsa Röell:** “Corporate Governance and Control,” European Corporate Governance Institute (ECGI), Finance Working Paper No: 02/2002, October 2002.

**Berle, A.A. Jr. and G.C. Means:** **The Modern Corporation and Private Property**, Macmillan, New York, 1932.

**Blass, A., Y. Yafeh, and O. Yosha:** “Corporate Governance In An Emerging Market: The Case of Israel,” **Journal of Applied Corporate Finance**, 10 (1998), 79-89.

**Brigham, Eugene F., and Louis C. Gapenski:** **Intermediate Financial Management**, Fifth Edition, Orlando, The Dryden Press, 1996.

**Burkhart, M., F. Panunzi, and A. Shleifer:** "Family Firms." *The Journal of Finance*, 58 (2003), 2167-2201.

**Carline, N.F., S.C. Linn, and P.K. Yadav:** "The Influence of Managerial Ownership on the Real Gains in Corporate Mergers and Market Revaluation of Merger Partners: Empirical Evidence." Working Paper, (2002)

**Chang, S., and D. Mayers:** "Who Benefits in a Negotiated Block Trade?" Working Paper, University of California at Riverside (1995).

**Claessens, Stijn, and Simeon Djankov:** "Managers, Incentives, and Corporate Performance: Evidence from the Czech Republic," Working Paper, World Bank, (1998).

**Claessens, Stijn, and Simeon Djankov:** "Ownership Concentration and Corporate Performance in the Czech Republic," *Journal of Comparative Economics*, 27 (1999), 498-513.

**Claessens, Stijn, Simeon Djankov, and Larry H.P. Lang:** "The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations," *Journal of Financial Economics*, 58 (2000), 81-112.

**DeAngelo, Harry, and Linda DeAngelo:** "Managerial Ownership of Voting Rights," *Journal of Financial Economics*, 14 (1985), 33-69.

**Deeg, Richard:** "Institutional Change and the Uses and Limits of Path Dependency: The Case of German Finance." Max Planck Institute for Social Science, discussion paper 01/6, 2001.

**Demirağ, İstemi and Mehmet Serter:** "Ownership Patterns and Control in Turkish Listed Companies", *Corporate Governance*, V.11, 1 (2002), 40-51.

**Demsetz, H. and K. Lehn:** "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences." *Journal of Political Economy*, 93 (1985), 1155-1177.

**Denis, Diane K., and John J. McConnell:** "International Corporate Governance," European Corporate Governance Institute (ECGI), Finance Working Paper No: 05/2003, January 2003.

**Durnev, A. and E.H. Kim:** "To Steal or Not to Steal: Firm Characteristics, Legal Environment, and Valuation." Working Paper, University of Michigan (2002).

**Dyck, I.J. Alexander, and Luigi Zingales:** "Private Benefits of Control: An International Comparison" (December 2001). CRSP Working Paper No. 535; and Harvard PON Working Paper; AFA 2003 Washington, DC Meetings. (Çevrimiçi) <http://ssrn.com/abstract=296107> , 12 Eylül 2004.

**Faccio, Mara, and Larry H.P. Lang:** “The Ultimate Ownership of Western European Corporations,” **Journal of Financial Economics**, 65 (2002), 365-396.

**Franks, J.R., and C. Mayer:** “Ownership and Control of German Corporations,” **Review of Financial Studies**, 14 (2001), 943-977.

**Gorton, Gary, and F.A. Schmid:** “Universal Banking and the Performance of German Firms,” **Journal of Financial Economics**, 58 (2000), 28-80.

**Gürsoy, Güner and Kürşat Aydoğan:** Equity Ownership Structure, Risk-Taking and Performance: An Empirical Investigation in Turkish Companies.” International Global Finance Conference, İstanbul 1998.

**Hansmann, Henry:** **The Ownership of Enterprise**, The Belknap Press of Harvard University Press, Cambridge, 1996.

**Himmelberg, Charles P., R.Glenn Hubbard, and Darius Palia:** “Understanding the Determinants of Managerial Ownership and the Link Between Ownership and Performance,” **Journal of Financial Economics**, 53 (1999), 353-384.

**Holderness, Clifford:** “A Survey of Block Holders and Corporate Control,” **Economic Policy Review**, V.9, Number 1. April 2003. 51-64.

**Hoshi, Takeo, Anil Kashyap, and David Scharfstein:** “The Role of Banks in Reducing the Costs of Financial Distress in Japan.” **Journal of Financial Economics**, 27 (1990), 67-88.

**Hoshi, Takeo, Anil Kashyap, and David Scharfstein:** “Corporate Structure, Liquidity, and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups,” **Quarterly Journal of Economics**, 106 (1991), 33-60.

**Jensen, Michael C., and William H. Meckling:** “Theory of The Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs, and Ownership Structure,” **Journal of Financial Economics**, 3 (1976), 305-360. Ed. by. Ramon E. Johnson, **Issues and Readings in Managerial Finance**, Fourth Edition, The Dryden Press, Orlando, 1995, pp. 3-55.

**Joh, S.W.:** “Control, Ownership, and Performance: The Case of Korea,” **Working Paper** (2000).

**Johnson, S., LaPorta, R., Lopez-de-Silanes, F., and A.Shleifer:** “Tunneling.” **American Economic Review**, 90 (2000), 22-27.

**Johnson, W.B., R. Magee, N. Nagarajan, and H. Newman:** “An Analysis of the Stock Price Reaction to Sudden Executive Deaths: Implications for the Management Labor Market.” **Journal of Accounting and Economics**, 7 (1985), 151-174.

**Kang, Jun-Koo, and Anil Shivdasani:** “Firm Performance, Corporate Gover-

nance, and Top Executive Turnover in Japan,” **Journal of Financial Economics**, 38 (1995), 29-58.

**Kantor, B.:** “Ownership and Control in South Africa After Black Rule,” **Journal of Applied Corporate Finance**, 10 (1998), 69-78.

**Kaplan, Steven:** “Top Executives, Turnover, and Firm Performance in Germany,” **Journal of Law, Economics, and Organization**, 10 (1994), 142-159.

**LaPorta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and R.W. Vishny:** “Law and Finance,” **Journal of Political Economy**, 106 (1998), 1113-1155.

**LaPorta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, and Andrei Shleifer:** “Corporate Ownership around the World,” **Journal of Finance**, 54 (1999) 471-517.

**Lazonick, William, and Mary O’Sullivan:** “Organization, Finance, and International Competition.” **Industrial and Corporate Change**, 4, no. 1 (1995) 1-49.

**Lease, Ronald C., John J. McConnell, and Wayne H. Mikkelson:** “The Market Value of Control in Publicly Traded Corporations,” **Journal of Financial Economics**, 11 (1983), 439-471.

**Lease, Ronald C., John J. McConnell, and Wayne H. Mikkelson:** “The Market Value of Differential Voting Rights in Closely Held Corporations,” **Journal of Business**, 57 (1984), 443-467.

**Lins, K., and H. Servaes:** “International Evidence on the Value of Corporate Diversification,” **Journal of Finance**, 54 (1999), 2215-2240.

**Lins, K., and H. Servaes:** “Is Corporate Diversification Beneficial in Emerging Markets?,” **Financial Management**, Summer (2002).

**Lins, K.V.:** “Equity Ownership and Firm Value in Emerging Markets,” **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, (2003).

**McConnell, John J. and H. Servaes:** “Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value,” **Journal of Financial Economics**, 25 (1990), 595-612.

**Mehran, Hamid:** “Executive Compensation Structure, Ownership, and Firm Performance,” **Journal of Financial Economics**, 38 (1995), 163-185.

**Miguel, A., J. Pindado, and C. Torre:** “Ownership Structure and Firm Value: New Evidence from the Spanish Corporate Governance System,” Working Paper, (2001).

**Mikkelson, Wayne H., and R.S. Rubback:** “An Empirical Analysis of the Interfirm Equity Investment Process,” **Journal of Financial Economics**, 14 (1985), 523-53.

**Mikkelson, Wayne H., and H. Regassa:** “Premiums Paid in Block Transactions,” **Managerial and Decision Economics**, 12 (1991), 511-517.

**Morck, Randall, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny:** “Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis,” **Journal of Financial Economics**, 20 (1988), 293-315.

**Morck, Randall, Nakamura, M., and Anil Shivdasani:** “Banks, Ownership Structure, and Firm Value in Japan,” **Journal of Business**, 73 (2000), 539-567.

**Nenova, Tatiana:** “The Value of Corporate Voting Rihts and Control Benefits: A Cross-Country Analysis,” **Journal of Financial Economics**. 68 (2003), 325-351.

**Perotti, Enrico C., and S. Gelfer:** “Red Barons or Robber Barons? Governan-  
ce and Investment in Russian Financial Industrial Groups,” **European Economic Review**, 45 (2001), 1601-1617.

**Prowse, Stephen D.:** “The Structure of Corporate Ownership in Japan,” **Journal of Finance**, 47 (1992), 1121-1141.

**Rajan, Raghuram G., H. Servaes, and Luigi Zingales:** “The Cost of Diversity: The Diversification Discount and Inefficient Investment,” **Journal of Finance**, 55 (2000), 35-79.

**Rydqvist, Kristian:** “Empirical Investigation of the Voting Premium,” Working Paper, Northwestern University (1987).

**Saraç, Mehmet:** “An Emprical Analysis of Corporate Ownership Structure in Turkish Manufacturing Sector.” 6th European Business History Association Annual Congress in Helsinki. August 22nd to 24th 2002.

**Sarkar, J., and S. Sarkar:** “Large Shareholder Activizmin Corporate Governance in Developing Countries: Evidence from India,” **International Review of Finance**, 1 (2000), 161-194.

**Scharfstein, David S.:** “The Dark Side of Internal Capital Markets II: Evidence from Diversified Conglomerates,” Working Paper, NBER (1998).

**Shin, H., and Y.S. Park:** “Financing Constraints and Internal Capital Markets: Evidence from Korean Chaebols,” **Journal of Corporate Finance**, 5 (1999), 169-191.

**Shleifer, Andrei, and Robert W. Vishny:** “A Survey of Corporate Governan-  
ce,” **Journal of Finance**, 52 (1997), 737-783.

**Short, Helen, and Kevin Keasey:** “Managerial Ownership and the Performan-  
ce of Firms: Evidence from the UK,” **Journal of Corporate Finance**, 5 (1999), 79-101.

**Smith, A.:** *An Inquiry Into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, 1776.

**Valadares, S.M., and Leal, R.P.C.:** "Ownership and Control Structure of Brazilian Companies," Working Paper, (2000).

**Volpin, P.F.:** "Governance with Poor Investor Protection: Evidence from Top Executive Turnover in Italy," *Journal of Financial Economics*, 64 (2002), 61-90.

**Wolfenzon, D.:** "A theory of pyramidal ownership." Mimeo., Harvard University.

**Xu, X., and Wang, Y.:** "Ownership Structure, Corporate Governance, and Firms' Performance: The Case of Chinese Stock Companies," Working Paper, World Bank (1997).

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

**Yurtoglu, B. Burcin:** "Corporate Governance and Implications for Minority Shareholders in Turkey." *Journal of Corporate Ownership & Control*, 1 (1), (2003), 72-86.

**Zingales, Luigi:** "The Value of Voting Right: A Study of the Milan Stock Exchange Experience," *Review of Financial Studies*, 7 (1994), 124-148.

**Zingales, Luigi:** "What Determines the Value of Corporate Votes?," *Quarterly Journal of Economics*, 110 (1995), 1075-1110.