

I.Ü. Siyasal Bilgiler Fakültesi Dergisi
No:35 (Ekim 2006)

KURUMSAL YÖNETİM SİSTEMLERİNDE YAKINSAMA

Levent ÇITAK*

Özet

Kurumsal yönetim, geniş anlamda; işletme sahipleri, yöneticileri, yatırımcıları ve diğer paydaşları arasındaki ilişkileri düzenleyen ve özel ve kamu kurumlarını, işletme uygulamalarını, işletmenin iç ve dış yatırımcılarının hak ve kazanımlarını içeren düzenlemeler kümesi olarak tanımlanabilir. Bir ülkede geçerli olan kurumsal yönetim sistemi; ülkedeki adli sistem, sözleşmelerin uygulanma düzeyi, işletmelerdeki sahiplik yoğunluğu, menkul kıymetler borsaları ve bankaların ekonomik sistemdeki yeri ve ağırlığı, yatırımcıların korunma düzeyi, ülkedeki yolsuzluğun kontrol derecesi gibi çok sayıda faktör tarafından etkilenmektedir. Çok sayıda çalışma, gelişmiş ülkelerin kendi araları da dahil olmak üzere ülkelerin kurumsal yönetim sistemlerinin büyük ölçüde farklılık gösterdiğini ortaya koymaktadır. Kurumsal yönetim sistemlerinin, Anglo-Sakson Model'ine yakınsayacağı yönündeki görüşlere rağmen, birçok açıdan ülkeler arasında yer alan farklılıklar nedeniyle söz konusu yakınsamanın gerçekleşmesinin kısa-orta vadede güç olduğu görülmektedir.

Anahtar Kelimeler: Kurumsal Yönetim, Yakınsama, Yatırımcının Korunması, Sahiplik Yoğunluğu

Convergence In Corporate Governance Systems

Abstract

Corporate governance can be broadly defined as a set of institutions, that govern the relationship between corporate owners, managers, investors, other stakeholders, and include private and public institutions, laws, business practices, rights and gains of internal and external investors of the company. Many factors affect the corporate governance system prevailing in a country such as the judicial system, contract enforcement, ownership concentration in businesses, the place of stock exchanges and banks in the economic system, the degree of investor protection, corruption control etc. Many studies indicate that corporate governance in countries differ largely, even among developed countries. In spite of views that support convergence of corporate governance

* Yrd.Doç.Dr., Erciyes Üniversitesi, İktisadi ve İdari Bilimler Fakültesi, Muhasebe-Finansman Anabilim Dalı.

systems towards the Anglo-Saxon Model, it seems that the differences among countries in many aspects will make such a convergence difficult in the short-medium term.

Keywords: Corporate Governance, Convergence, Investor Protection, Ownership Concentration

GİRİŞ

Kurumsal yönetim sistemleri, ülkede geçerli olan yasal sistem, sermaye piyasalarının ekonomideki yeri, geçerli olan işletme kavramı, işletmelerin halka açılma oranı, hissedarlara bakış açısı v.b gibi çeşitli faktörlere göre şekillenen sistemlerdir. Kurumsal yönetim ile ilgili farklı bakış açıları olmasına rağmen, iyi işleyen bir kurumsal yönetim sisteminin, çoğunluk hissedarlarından, azınlık hissedarlarına, yöneticilere, işletmenin diğer paydaşlarına, finansal piyasalara ve ülke ekonomisinin geneline fayda sağlayacağına inanılmaktadır. Kurumsal yönetimin geliştirilmesinin genel amacı, işletmelerin farklı paydaşlarının çıkarlarını belirli bir noktada bir araya getirerek, çatışmaları azaltmak ve bir taraftan paydaşlarını memnun ederken, diğer taraftan da ortaya koyulan performansın artırılarak, işletmenin hedeflerine ulaşması ve bunun sonucunda da ekonomiye olumlu katkı sağlanmasıdır. Dünya genelinde, ideal olan ve bütün ülkelerde başarı ile uygulanabilecek bir kurumsal yönetim sistemi oluşturmak için çalışmalar yapılmakta ve Anglo-Sakson kurumsal yönetim sisteminin ortak sistem olması yönündeki görüşler ön plana çıkmaktadır. Ancak, Anglo-Sakson kurumsal yönetim sisteminin her ülkede fiili olarak uygulanması ve geçerli sistem haline gelmesi kısa vadede pek olası görünmemektedir.

Bu çalışmanın amacı, dünyada kurumsal yönetim sistemlerinin farklılaşmasına neden olan çeşitli faktörleri inceleyerek, dünyadaki kurumsal yönetim sistemlerinin, ideal olduğu kabul edilen Anglo-Sakson kurumsal yönetim uygulamalarına yakınsamasının kısa vadede olası olup olmayacağını ortaya koymaktır. Bu amaçla, kurumsal yönetim ile ilgili olarak yapılan yabancı ve yerli çalışmalar incelenerek analiz edilmiş ve yakınsama ile ilgili sonuçlara ulaşılmaya çalışılmıştır. Kurumsal yönetim sistemlerinde yakınsamanın kısa vadede gerçekleşmesi pek olası görünmemektedir.

I - KURUMSAL YÖNETİM KAVRAMI VE TEMEL YAKLAŞIMLAR

Kurumsal yönetim, piyasa ekonomisi içerisinde işletme yöneticileri ile bir taraftan mütebbislerin (işletme sahipleri), diğer taraftan ise işletmeye yatırım yapanların arasındaki ilişkileri düzenleyen yasa, yönetmelik ve iş hayatındaki uygulamaları içeren özel ve kamusal düzenlemeler olarak tanımlanabilir¹. Kurumsal yönetim, işletme varlıkları üzerindeki kontrol kullanımı ile ilgili kural ve düzenlemelerin

¹ Charles P. Oman, "Corporate Governance and National Development", OECD Technical Papers, No. 180, December 2001, s.13.

tamami ve işletmenin fakli paydaslari arasindaki etkilesim modeli olarak da görülmektedir². Bir baska tanım ise, işletmenin paydaslarinin çikarina kararlar alma konusunda işletme yönetimine gelen iç ve dis baskilar üzerinde odaklanmaktadır³. Kurumsal yönetimi, ürün ve girdi piyasalarından gelen sinyalleri işletme davranisina dönüştüren mekanizmalar kümesi olarak tanımlayan Berglöf ve Von Thadden (1999), işletmeye yatırım yapanlar ile işletme yöneticileri arasindaki iliskiler yanında, piyasalardaki rekabeti de içine alan ve işletmeyi daha etkin olmaya yönlendiren çeşitli güçlerin önemini vurgulamaktadırlar⁴. Yaygın olan görüseye göre ise, kurumsal yönetim kavrami, işletme hissedarlari ile yöneticileri arasindaki çikar çatismasinin çözülmesi ile iliskilendirilmektedir. Sirketin yönetimine, yönetim kontrolü ve performansina odaklanan kurumsal yönetim, sirketin sahipliği ile yönetim arasindaki iliskiler sitemini temsil etmektedir⁵.

Kurumsal yönetimin kurumlari ülkeden ülkeye içerik ve biçim açısından farklılık göstermekle kalmayıp, zamanla değişim de gösterirler. Ancak kurumsal yönetim kurumlarının bütün ülkelerde ortak olan, vazgeçilmez ve birbirinden ayrılmaz iki amacından bahsedilebilir⁶. Bu amaçlardan birincisi, işletmelerin performansini arttırmak, ikincisi ise işletmeler ile yatırımcıların ve toplumun çikar ve beklentileri arasında uyum oluşturmaktır. Kurumsal yönetimin kurumlarının, birinci amaca ulaşmak için işletmelerin faaliyet etkinliğini, yatırım karlılığını ve uzun dönemli verimliliğini artırma konusunda yönetici ve girişimcileri özendirir bir is ortamini yaratması ve koruması beklenmektedir. Kurumsal yönetim kurumlarının; gücün kötüye kullanılmasını, yolsuzluklari, işletmenin kontrolündeki kaynakların bosa harcanmasını ve işletme yöneticileri ile kontrolü elinde tutan hissedarların (corporate insiders) kendi çikarlarına hizmet eden karar ve davranışlari, yatırımcılara ve topluma zorla kabul ettirmelerini sınırlandırarak ise, ikinci amaca hizmet etmeleri beklenmektedir⁷.

² Christel Lane, "Changes in Corporate Governance of german Corporations: Convergence to the Anglo-American Model ?, Competition and Change , Taylor and Francis Group, Volume 7, No: 2-3, June-September 2003, s. 80.

³ John Groenewegen, "European Integration and Changing Corporate Governance Structures: The Case of France", Journal of Economic Issues, Vol. XXXIV, No.2, June 2000, 471.

⁴ Erik Berglöf ve Ernst-Ludwig von Thadden, "The Changing Corporate Governance Paradigm: Implications for Transition and Developing Countries, William Davidson Institute Working Papers Series, William Davidson Institute at the University of Michigan Business School, Working Paper No. 263, June 1999, s.11.

⁵ A. Osman Gürbüz ve Yakup Ergincan, Kurumsal Yönetim: Türkiye'deki durumu ve Geliştirilmesine Yönelik Öneriler, 1. Basım, Literatür Yayıncılık, İstanbul, 2004, s. 6.

⁶ Oman, a.g.e., s.13.

⁷ a.g.e., s.13.

1.1. Temsil İlişkisi Yaklaşımı

Kurumsal yönetimle ilgili literatürün büyük bir kısmı hissedarlar ile yöneticiler (agents) arasındaki temsil ilişkisi (agency theory) üzerinde odaklanmaktadır⁸. Temsil ilişkisi yaklaşımında hissedarların tamamı birlikte ele alınmakta ve çoğunluk hissedarları ile azınlık hissedarları arasında bir ayırım yapılmamaktadır. Hisse senedi sahipliğinin belirli kişi veya gruplarda toplanmadığı, yani yayılmış olduğu işletmelerde kurumsal yönetime bu şekilde yaklaşılması tutarlıdır. Kurumsal yönetim, geleneksel olarak bir patron-temsilci ilişkisi sorunu olarak görülmektedir. Patronlar, işletmeleri kendi adlarına yönetmeleri için yöneticiler (temsilci) istihdam etmektedirler. Çıkarları çoğunlukla farklı olan işletmenin yatırımcılarını ve yöneticilerini belirli bir noktada bir araya getirerek işletmenin yatırımcının yararına çalışmasının sağlanması kurumsal yönetimin temel amacı olarak görülmektedir⁹. Ancak bu tür bir temsil ilişkisi, daha çok, hiçbir hissedarın işletmede çok büyük bir hisse oranına sahip olmadığı A.B.D ve İngiltere gibi gelişmiş ülkelerde geçerlidir¹⁰. Hiçbir hissedarın işletmede çok büyük bir hisse oranına sahip olmaması, Roe (1994)'ün ifade ettiği gibi hissedarların zayıf, yöneticilerin ise güçlü konumda olmalarına yol açmaktadır. Belirli bir kişi veya grubun işletme hisselerinin büyük bir oranına sahip olduğu, yani sermayenin tabana yayılmamış olduğu işletmelerde ise, işletmenin kontrolünü elinde tutan büyük hissedarlar güçlü, azınlık hissedarları ise zayıf olmaktadır¹¹.

1.2. Paydas Yaklaşımı

Paydas yaklaşımına göre, kurumsal yönetim, işletmeleri finanse eden hissedarlar ve işletmeye borç veren bankalar ile işletme yöneticileri arasındaki ilişkiler ve bu ilişkileri oluşturan biçimsel ve biçimsel olmayan kurullarla ilişkili olarak da görülebilmektedir. Paydas yaklaşımı, işletme içinde kontrolün nasıl uygulanacağı ve risk ve getirilerin işletmenin çeşitli paydaşları arasında nasıl paylaşılacağını belirleyen ilişkiler ağı üzerinde odaklanmaktadır¹². A.B.D ve İngiltere dışındaki ülkelerde, özellikle de gelişmekte olan ülkelerde hisse senedi sahipliğinin tabana yayılmış olması genellikle istisna olduğu için, işletmelerde hisse senetlerinin büyük bir oranına sahip büyük hissedarlar yöneticileri doğrudan kontrol edebilmektedirler. İşletme hisselerinin büyük

⁸ a.g.e., s.16.

⁹ Colin Mayer, "Corporate Governance, Competition, and Performance", *Journal of Law and Society*, Volume 24, Number 1, March 1997, s.154.

¹⁰ Oman, a.g.e., s.16.

¹¹ Mark Roe, "Strong Managers, Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance, Princeton: Princeton University Press." den aktaran Erik Berglöf ve Ernst-Ludwig von Thadden, "The Changing Corporate Governance Paradigm: Implications for Transition and Developing Countries, William Davidson Institute Working Papers Series, William Davidson Institute at the University of Michigan Business School, Working Paper No. 263, June 1999, s.12.

¹² Lane, a.g.e., s. 82.

bir oranına sahip olan ortakların işletme varlıklarını, ortaklık haklarının olanak verdiğinden daha fazla kontrol etme eğilimleri de görülebilmektedir. Bu nedenle, gelişmekte olan ülkelerde ve mülkiyetin tabana yayılmamış olduğu gelişmiş ülkelerde çıkar çatışması, hissedarlar ile yöneticiler arasındaki temsil ilişkisinden çok, patron-yöneticiler ile azınlık hissedarları ve diğer yatırımcılar arasındaki el koyma (expropriation) sorunu olarak kendini gösterecektir¹³.

Paydas yaklaşımının geniş kapsamlı olarak ele alınması halinde, işçiler ve diğer çalışanlar da dahil olmak üzere işletme ile ilişkili olan tüm kesimlerin ilişkilerinin yönetimi söz konusu olmaktadır. Ancak uygulamada paydas yaklaşımı, daha ziyade işletmeyi finanse eden değişik hissedar grupları (patron-yöneticiler ve yönetici olmayan hissedarlar) ile diğer yatırımcılar arasındaki ilişkileri kapsamaktadır. Patron-yöneticiler kavramı yerine, kontrolü elinde tutan hissedarlar ve yöneticileri kapsayacak şekilde içeridekiler (insiders) kavramını kullanan La Porta ve diğerleri (1999) işletme dışındaki yatırımcıların işletmeyi finanse etmeleri halinde, kontrolü elinde tutan hissedarların ve yöneticilerin el koyma eğilimleri nedeniyle, yatırımlarından getiri elde edememe riski ile karşı karşıya kaldıklarını ifade etmektedirler. İşletmeyi dışarıdan finanse eden azınlık hissedarları ve işletmeye borç verenlerin haklarına, kontrolü elinde tutan hissedar tarafından el konulması birçok ülkede görülmektedir. İçeridekilerin, dışarıdakilerin haklarına el koyması, işletmenin karını doğrudan zimmete geçirmek yoluyla olabileceği gibi, işletme ürünlerini ve varlıklarını veya işletmede sahip oldukları menkul kıymetleri kendi sahip oldukları başka bir işletmeye piyasa fiyatının altında satarak da olabilmektedir. İşletmenin sahip olduğu fırsatlardan yararlanmamak, yönetsel pozisyonlara nitelikli olmayan aile üyelerinin getirilmesi veya üst düzey yöneticilere asırı yüksek maaş ödenmesi de, işletmeye dışarıdan yatırım yapanların haklarına dolaylı yoldan el konulması anlamına gelmektedir. İçeridekilerin, dışarıdakilerin haklarına el koyması, işletme karını dış yatırımcılara getiri olarak döndürmek yerine kendilerine çıkar sağlamak üzere kullanmaları olarak ifade edilebilir¹⁴.

II - KURUMSAL YÖNETİMİN ÖNEM KAZANMASINDA KURUMSAL YATIRIMLARIN ROLÜ

Dünyada gelişmekte olan ülkelerde Sili ile başlayan ve daha sonra birçok Latin Amerika ülkesine ve dünyanın diğer gelişmekte olan ülkelerine yayılan “bireysel emeklilik sistemi” oluşturma dalgası, dünya çapında ve gelişmekte olan ülkelerde hisse senetlerine olan talebi arttırmıştır. Kurumsal yatırımcıların artan talebiyle gelişmiş ülkelerin gelişmekte olan ülkelerdeki portföy yatırımlarının artması, kurumsal yönetimin dünya çapında önem kazanmasının arkasındaki itici güç olmuştur. İlişkilere dayalı finansal sistemin, işletmelerin artan finansal gereksinimlerini karşılayamayacağı, birçok

¹³ Oman, a.g.e., s.16.

¹⁴ Rafael La Porta ve diğerleri, “Investor Protection and Corporate Governance”, Journal of Financial Economics, Volume 58, 2000, s.4

gelmekte olan ülkede artık anlaşılmaktadır. İşletme dışı finansman gereksiniminin tam da artmakta olduğu bir dönemde devlet kontrollü geleneksel finansman olanaklarının azalması, işletmelere diğer kaynaklardan gelen uzun vadeli finansman akımlarının hızlanmasını gerektirmektedir. Bu nedenle, dış yatırımcıların işletmelere finansman sağlamalarını özendirip, gelişmiş kurumsal yönetim önem kazanmaktadır¹⁵.

Bireysel emeklilik şirketleri ve hayat sigortası gibi kurumsal yatırımcıların işletmelerdeki hisse senedi yatırımlarının yüksek olması, hissedarların çıkarları doğrultusunda kararlar alınmasına önemli katkılar yapacaktır. Çünkü, bu kuruluşların işletmelerdeki büyük yatırımları, işletme kararlarının yakından izlenmesi için önemli bir güdülenme sağlamaktadır. Bu güdülenme, büyük ölçüde kurumsal yatırımcıların işletmedeki yatırımları nedeniyle sahip oldukları oy kullanma gücünün büyüklüğünden kaynaklanmaktadır¹⁶.

Geçmişe göre yatırım politikalarının ve ticaretin liberalleşmesi, iç piyasaların dışa açılması, kamu iktisadi teşebbüslerinin özelleştirilmesi, teknolojiadaki hızlı değişim işletmeler üzerindeki rekabet baskısını arttırdığı için kurumsal yönetimin önemi daha fazla ortaya çıkmaktadır. Kurumsal yatırımların finansal piyasalardaki ağırlığının fazla olduğu ülkelerde kurumsal yönetim sistemlerinin de gelişmiş olduğu görülmektedir. Ancak, kurumsal yatırımcıların hisse senedi yatırımlarının GSYİH içerisindeki oranlarının sadece A.B.D ve İngiltere’de 1995 yılında sırasıyla % 61.5 ve % 112 olması, Japonya ve Fransa gibi diğer gelişmiş ülkelerde ise sadece % 13.9, % 5.5 ve % 16.6 olması, kurumsal yönetim sistemlerinin Anglo-Sakson sistemlerine yakınsayacağı konusunda şüphelere neden olabilmektedir¹⁷. A.B.D. ve İngiltere dışındaki gelişmiş ülkelerde bile kurumsal yatırımcıların hisse senedi sahipliğinin ekonomideki payının düşük olması, bu iki ülkeyi farklı kılmaktadır. İngiltere’de kurumsal yatırımcıların en büyük hissedar gurubu konumunda olmaları ve A.B.D’nde çok büyük öneme sahip olmaları nedeniyle, işletmelerin izlenmesi ve denetlenmesinde kurumsal yatırımcılara daha aktif bir rol biçilmektedir¹⁸. A.B.D. ve İngiltere gibi gelişmiş ülkelerde hisse senedi sahipliğinin % 60-75’i kurumsal yatırımcılarda bulunmaktadır. Oysa, uzun süredir yüksek oranlarla büyüyen ve doğrudan yabancı sermaye girişinde ilk sıralarda yer alan Çin gibi bir ülkede kurumsal yatırımlar henüz çok düşük düzeydedir. Çin’de, devlet, % 35 pay ile işletmelerde baskın hissedar konumundadır. Çin’de devletin işletmelerdeki payının yüksekliğinin en temel etkisinin, eski değerler ve geleneksel iş yapma

¹⁵ Oman, a.g.e., s.20.

¹⁶ James M. Mahoney, Chamu Sundaramurthy ve Joseph T. Mahoney, “The Effects of Corporate Antitakeover Provisions on Long-term Investment: Empirical Evidence”, *Managerial and Decision Economics*, Vol. 18, 1997, s.351.

¹⁷ Mauro Guillen, “Corporate Governance and Globalization: Arguments and Evidence Against Convergence”, A Working Paper of the Reginald H. Jones Center The Wharton School University of Pennsylvania, WP99-11, 1999, s.s. 19-20, 37.

¹⁸ Mayer, a.g.e., s.154.

biçimlerinin yavas degismesi olduğu söylenebilir¹⁹. Bu nedenle, kurumsal yatırımcıların işletmelerdeki payının düşük olduğu Çin ve Türkiye gibi gelişmekte olan ülkelerde Anglo-Sakson Kurumsal Yönetim Sistemi'nin kısa vadede ve kolayca yerleşmesi mümkün görünmemektedir.

III - KURUMSAL YÖNETİM – HUKUK SİSTEMİ İLİSKİSİ

Hakim hukuk sisteminin ülkeler arasında farklılıklar göstermesi, kurumsal yönetim sistemlerinde hangi kişi veya kişilerin veya paydaşların ön planda olduğunu belirlemektedir. Kimi ülkelerde hukuk sistemi, yasalarla bütün işletme paydaşlarının haklarının korunmasına dayalı iken, bazı ülkelerde de örf ve adetler ile sözleşmeler aracılığıyla hissedar haklarının korunmasına dayalıdır. İşletmelerin performanslarının artırılması ve yatırımcıların haklarının korunması için hukuk sisteminde köklü değişiklikler yapmak yerine, muhasebe standartlarının güçlendirilmesi ve işletme paydaşları arasındaki sözleşme koşullarının daha iyi uygulanması yönündeki reformlar daha etkili olabilmektedir²⁰.

İşletmeye finansman sağlayan yatırımcıların haklarının işletme ile yapılan ayrıntılı sözleşmeler ile korunacağına ve bu sözleşmelerin, hakların korunması için mahkemeler tarafından yeterli görülmesi halinde finansal piyasalarda yasal düzenleme yapılmasına gerek olmadığına inanan (Stigler, 1964; Easterbrook ve Fischel, 1991)'e katılmayan La Porta ve diğerleri (1999) kurumsal yönetimde yasaların önemine inanmaktadırlar. Birçok ülkede mahkemeler çok meşgul olduğu için adalet mekanizması yavaş işlemektedir. Bu nedenle, yatırımcıların haklarının korunması ile ilgili anlaşmazlıklarda, sözleşmelerin davalara konu olması oldukça güçtür. Potansiyel hissedarların ve işletmeye borç verenlerin, haklarının yasalar ile korunması halinde işletmeleri finanse etme eğilimleri artacaktır²¹. Ancak, uygulamada birçok gelişmiş ülkede yatırımcı haklarını korumak üzere yasalar çıkarılsa da, adalet mekanizmasının yavaşlığı ve ülkenin genel yönetimindeki aksaklıklar nedeniyle, hakların uygulamada korunması genellikle sorunlu bir süreç olmaktadır.

Kurumsal yönetim ile ilgili yasal yaklaşım, potansiyel hissedarların ve işletmeye borç verenlerin haklarının yapılan yasalar ve bunların uygulanmasıyla korunması esasına dayanmaktadır. Hissedarların oy hakkı ve borç verenlerin işletmenin yeniden örgütlenmesi ve tasfiyeden pay alma hakları, kapsamlı olarak yasalar ile düzenlenmişse ve yasa uygulayıcıları veya mahkemeler tarafından iyi bir şekilde

¹⁹ Chris Mallin ve Xie Rong, "The Development of Corporate Governance in China", *Journal of Contemporary China*, 7 (17), 1998, s. 39.

²⁰ Klaus Gugler, Dennis C. Mueller ve B. Burçin Yurtoglu, "The Impact of Corporate Governance on Investment Returns in Developed and Developing Countries", *The Economic Journal*, 113 (November), Royal Economic Society, 2003, s. 537.

²¹ La Porta ve diğerleri, a.g.e., s. 7.

uygulanıyorsa, yatırımcılar işletmelere finansman sağlamak isteyeceklerdir. Ancak, potansiyel hissedarlar ve işletmeye borç verenler gibi dış yatırımcılar yasal sistem tarafından korunmuyorsa işletmeler için kurumsal yönetim ve dışarıdan finansman mekanizmasının iyi çalışması güçleşmektedir²². A.B.D ve İngiltere gibi Anglo-Sakson ülkelerinde, yönetsel karar verme süreçlerinde hissedarların önemli etkisi bulunmaktadır ve odak noktası konumdadırlar. Bu nedenle yasalar hissedar haklarını çok iyi korumaktadır. Bu ülkelerde yasalar bütün hissedarların korunmasını amaçlamaktadır. İşletmeye yatırım yapacak her yatırımcının bilgiye aynı kolaylıkla ulaşması ve küçük yatırımcıların işletmeye hakim hissedarlar tarafından sömürülmemeleri için gerekli yasal düzenlemeler yapılmıştır. A.B.D’nde, çıkartılan Menkul Kıymetler Borsası Yasası (1934), Menkul Kıymet Yatırımcısını Koruma Yasası (1970), İçeridekilerin Ticareti Ceza Yasası (1984) ve diğer düzenlemeler veya İngiltere’de yapılan benzer yasal düzenlemeler menkul kıymet piyasalarının gelişimini teşvik etmek amacı tasımlanmaktadır²³.

Roe (1993), Amerikan Kurumsal Yönetim Modeli’nin, bankaların faaliyetlerini kısıtlayan, yönetici haklarını işçi haklarının önünde tutan, holding bünyesindeki diğer işletmelerin hisse senetlerine (çapraz hisse senetleri) yapılan yatırımları, elde edilen kar paylarını vergilendirilmek suretiyle caydıran ve aynı sektördeki işletmeler arasındaki tekelleri işbirliklerine siki kısıtlamalar getiren, kendine özgü bir hukuk ve yasa yapma geleneğinden doğduğunu ifade etmektedir²⁴. Görüldüğü gibi, Amerikan Kurumsal Yönetim Sistemi, bankaların ekonomi üzerindeki etkisinin ön plana çıkmasını engelleyen, bunun yerine sermaye piyasasının ekonomideki ağırlığını teşvik eden, bankaların reel sektörde işletme sahibi olmalarını ve reel sektör işletmelerinin banka sahibi olmalarını hoş görmeyen, belirli bir hissedar veya grubun, işletmede tek söz sahibi olmasına karşı olan bir sistemdir. Ancak, Almanya ve Japonya’da, bankalar ile işletmeler veya işletmelerin kendi arasında siki bağları ve yakın ilişkileri, ayrıca yöneticiler ile hissedarlar arasında kişisel ilişkileri temel alan kurumsal yönetim sistemlerini destekleyen bankacılık, is, vergi ve rekabet yasaları vardır²⁵.

Almanya ve Japonya ile birlikte, diğer birçok ülkede de ekonomide bankacılık sektörünün sermaye piyasası ile karşılaştırıldığında baskın olması ve reel sektör işletmeleri ile bankalar arasında yakın ilişkiler olması, kurumsal yönetim sistemlerinin Anglo-Sakson sistemine yakınsamasının önünde engel olarak görünmektedir. Ayrıca ülkeler, ideal olarak kabul edilen kurumsal yönetim sistemlerine geçiş ile ilgili yasal

²² a.g.e., s. 4-5.

²³ Jeroen Weimer ve Joost C. Pape, “A Taxonomy of Systems of Corporate Governance”, *Corporate Governance*, Volume 7, No. April 1999, s. 154.

²⁴ Mark J. Roe 1993. “Some Differences in Corporate Structure in Germany, Japan, and the United States,” , *Yale Law Journal*, 102 (8), June 1993’den aktaran Mauro Guillen, “Corporate Governance and Globalization: Arguments and Evidence Against Convergence”, *A Working Paper of the Reginald H. Jones Center The Wharton School University of Pennsylvania*, WP99-11, 1999, s. 10.

²⁵ Guillén, a.g.e., s. 10.

düzenlemeler yapmış olsalar bile, özellikle az gelişmiş ülkelerde olmak üzere, bu düzenlemelerin uygulanmasında önemli zafiyetler olmaktadır. Dünya bankası tarafından yaptırılan, ve aralarında Türkiye, Brezilya, Polonya, Güney Afrika, Hindistan gibi ülkeleri kapsayan bir çalışmada mahkemelerin finansman sıkıntısı içinde olduğu, motivasyon düzeyinin düşük olduğu, kanunların nasıl uygulanacağı konusunda belirsizliklerin olduğu, hatta yolsuzlukların olduğu ortaya çıkmıştır. Bu nedenle, OECD ilkeleri gibi ideal kurumsal yönetim ilkelerinin benimsenmesi yolunda yasal düzenlemeler yapılsa bile, bunların uygulanmasında sorunlar yaşanmaktadır²⁶. Türkiye’de de mahkemelerin yavaş çalışması, açılan davaların geç sonuçlanması, yargı bağımsızlığı ve yargıç güvencesinin henüz tam ve eksiksiz olarak ortaya çıkmaması olmasi söz konusudur²⁷.

IV - KURUMSAL YÖNETİMİN FİNANSAL PIYASALAR ÜZERİNDEKİ ETKİLERİ

Haklarına el koyulmasına karşı korunmaları ve buna inanmaları halinde, dış yatırımcılar, işletmenin çıkardığı hisse senetlerine daha fazla para ödemeyi göze alabileceklerdir. Bu durum, işletmenin hisse senedi çıkarımını büyük hissedarlar için daha çekici hale getirecektir. Hem hakları korunan hisse senedi yatırımcılarının hem de borç verenlerin işletmelere sunduğu fon miktarı artma eğilimi gösterebilecektir. Borç verenlerin haklarının korunması borç piyasasının gelişmesini, hissedar haklarının korunması ise hisse senedi piyasasının gelişmesini özendircektir. Hissedar haklarının ve borç veren haklarının korunması, yasaların sadece yapılması ile değil, aynı zamanda etkili bir biçimde uygulanmalarıyla sağlanabilir. La Porta ve diğerleri (1997), hisse senedi yatırımcılarının korunduğu ülkelerde, korunmadığı ülkelere kıyasla menkul kıymet borsalarının piyasa değerinin daha yüksek, menkul kıymetler borsasına kote edilmiş menkul kıymet sayısının daha fazla ve şirketlerin halka açılma oranının daha yüksek olduğunu bulmuşlardır. Borç verenlerin haklarının daha iyi korunduğu ülkelerde borç piyasalarının daha büyük olduğu da ortaya çıkmıştır. Hisse senedi yatırımcılarının daha iyi korunduğu ülkelerde İşletmelerin “Tobin Q” oranının daha yüksek olduğu bir başka bulgudur²⁸.

Finansal krizlerin nedenleriyle ilgili devam eden araştırmalar, finansal piyasalarda çıkar çatışmalarının istismar edilmesine ve seffaflığın az olmasına katkıda bulunan sistemler ile zayıf kurumsal yönetim yapılarının bir arada görüldüğünü

²⁶ Olivier Fremont ve Miarta Japaul, “The state of Corporate Governance: Experience from Country Assessments”, Worldbank Policy Research Working Paper 2858, June 2002, s.2., http://www.respondanet.com/english/anti_corruption/publications/documents/wps_corporate_governance.pdf, (05.04.2006)

²⁷ Recep Sanal, “Kurumsal Yönetim (Corporate Governance) Kavramı ve Türk Kamu Yönetimi Açısından Önemi”, Türk İdar e Dergisi, 435, 2002, s. 65.

²⁸ La Porta ve diğerleri, a.g.e., s. 15.

göstermektedir²⁹. Johnson ve diğerleri (2000) yatırımcıların korunması ile finansal krizler arasındaki bağlantıya dikkat çekmektedirler. Hisse senedi yatırımcılarının korunma düzeyinin düşük olduğu ülkelerde, gelecekle ilgili beklentileri olumlu ve dis finansman ihtiyaçları sürekli olduğu sürece, “içeridekiler” dis yatırımcılara iyi davranacaklardır. Gelecekle ilgili beklentilerin bozulması durumunda içeridekiler, yeniden dis yatırımcıların haklarına el koymak isteyecekler ve bu konuda dis yatırımcıların yapabileceği hiçbir şey olmayacaktır. Yatırımcı haklarına bu şekilde el koyulması, özellikle yatırımcıların korunma düzeyinin düşük olduğu ülkelerde menkul kıymet fiyatlarının keskin bir biçimde düşmesine yol açabilecektir.

Johnson ve diğerleri (2000) 1997-1998'deki Asya Krizi sırasında 25 ülkedeki hisse senedi piyasalarındaki düşüş ve para birimlerindeki asınmayı inceledikleri çalışmalarında, “yatırımcıyı koruma indisleri” ve “yasaların uygulanma kalitesi” gibi kurumsal yönetim değişkenlerinin, kriz sırasında ortaya çıkan piyasa düşüşlerinin derecesini tahminde güçlü birer araç olduklarını bulmuşlardır³⁰. Genelde yatırımcıların haklarının korunduğu ülkelerde, finansal piyasaların büyük ve gelişmiş olduğu görülmektedir. La Porta ve diğerleri (2000), hisse senedi sahiplik haklarının zayıf olduğu ülkelerde sermaye maliyetinin yüksek ve yatırımcıların firma değerlemelerinin düşük olduğunu bulmuşlardır³¹. Haklarının korunmayacağına dair şüpheleri olan yatırımcılar, işletmelere dis finansman sağlamak için daha yüksek getiri oranları talep ettikleri için işletmelerin sermaye maliyeti yükselmektedir. Himmelberg ve diğerleri (2002) de yatırımcının korunma düzeyinin düşük olması halinde, işletme içi hisse senedi sahiplik yoğunluğunun da yüksek olduğunu ve bunun sonunda da sermaye maliyetinin yüksek olduğunu bulmuşlardır. Hisse senedi sahiplik yoğunluğunun fazla olması halinde iç yatırımcıların riski dağıtma imkânları az olduğu için daha fazla işletme riski (sistemik

²⁹ YRK Reddy, “Corporate Governance and Financial Institutions – Challenges for Developing Countries”, Commonwealth Association of Corporate Governance (CACG) Annual Conference/Workshop, 4-6 November 2004, Mauritius, s. 2.
<http://www.cacg-inc.com/documents/activities-and-reports/presentations/cg-in-financial-inst.doc>, (20.03.2005).

³⁰ S. Johnson, P. Boone, A. Breach ve E. Friedman, “Corporate Governance in the Asian Financial Crises”, *Journal of Financial Economics*, 58, 2000'den aktaran, Rafael La Porta ve diğerleri, “Investor Protection and Corporate Governance”, *Journal of Financial Economics*, Volume 58, 2000, s. 16.

³¹ Rafael La Porta ve diğerleri, “Investor Protection and Corporate Governance”, *Journal of Financial Economics*, Volume 58, 2000'den aktaran Stijn Claessens, “Corporate Governance and Development”, *Global Corporate Governance Forum*, The World Bank, 2003,

olmayan risk) tasimaları, dolayısıyla da daha yüksek sermaye maliyetine maruz kalmaları söz konusu olmaktadır³².

Türkiye'nin de aralarında yer aldığı, gelişmiş ve gelişmekte olan 46 ülkenin incelendiği bir çalışmada kurumsal yönetim sistemlerinin güçlü olduğu ülkelerdeki yöneticilerin, beklenen getiri oranı düşük olan yatırımları finanse etmek için oto-finansman seçeneğini tercih ettiklerini, ancak kurumsal yönetim sistemlerinin zayıf olduğu ülkelerdeki yöneticilerin yeni hisse senedi çıkarma seçeneğini tercih etdiklerini ortaya koymuslardır. Bu durum, yatırım projesi düşük getiri oranı sağlasa veya zarar etse bile, kurumsal yönetim sistemlerinin zayıf olduğu ülkelerdeki hisse senedi yatırımcılarının haklarını arama konusunda güçlü konumda olmamaları ile ilişkilendirilebilir³³. Baska bir ifadeyle, kurumsal yönetim sistemlerinin zayıf olduğu ülkelerdeki yöneticiler, aldıkları yatırım projesi kararlarının başarısız olması ve zarar etmesi halinde projeye dış finansman sağlayan yatırımcıların haklarını arayacak güce sahip olmadıkları gerçeğini istismar edebilirler.

Kurumsal yönetim sistemlerinin zayıf olmasının bir başka etkisi de ülkelerin ekonomik performansları ile ilişkilendirilmektedir. Zayıf kurumsal yönetim sistemine sahip olan ülkelerin sermaye piyasalarının dar olma eğilimi gösterdikleri görülmektedir³⁴. Sermaye piyasalarının büyüklüğü ile ekonomik büyüme arasında pozitif ilişki olduğu genellikle kabul gören bir görüştür. Zayıf kurumsal yönetim sistemleri sermaye piyasalarının dar olmasına yol açıyor ve bunun sonucu olarak da düşük ekonomik büyüme gerçekleşiyorsa, kurumsal yönetim sistemini güçlendirerek uzun vadede ülkenin sermaye piyasasının büyümesi ve ekonomik büyüme performansının artması sağlanabilir³⁵. Güçlü bir kurumsal yönetim sisteminin oluşturulması, tasarrufların henüz istenen seviyeye ulaşmadığı gelişmekte olan ülkelerde, finansal kaynakların en etkin olarak kullanılacağı işletmelere tahsis edilmesi açısından önemlidir. Finansal kaynakların, büyüme potansiyeli olan ve en karlı olarak çalışabilecek işletmelere tahsis edilmesi için, fon arz edenlerin işletme ile ilgili yeterli bilgiye sahip olması ve işletmeyi izleyebilecek mekanizmalara sahip olması gerekmektedir. Bu açıdan

³² Charles P. Himmelberg, R. Glenn Hubbard ve Inessa Love, "Investor Protection, Ownership and the Cost of Capital", The World Bank Development Research Group-Finance, Policy Research Working Paper 2834, 2002.

³³ Klaus Gugler, Dennis C. Mueller ve B. Burçin Yurtoglu, a.g.e., s. 535.

³⁴ F. Modigliani ve E. Perotti, "Protection of Minority Interest and the Development of Security Markets", Managerial and Decision Economics, vol. 18, 1997'den aktaran, Klaus Gugler, Dennis C. Mueller ve B. Burçin Yurtoglu, "The Impact of Corporate Governance on Investment Returns in Developed and Developing Countries", The Economic Journal, 113 (November), Royal Economic Society, 2003, s.s. 536-537.

³⁵ Klaus Gugler, Dennis C. Mueller ve B. Burçin Yurtoglu, a.g.e., s. 536-537.

bakıldığında kurumsal yönetim sistemi, finansal kaynakların işletmelere etkin olarak tahsis edilmesinde etkili olmaktadır.

Kurumsal Yönetim konusunda yapılacak reformlar, finansal piyasaların büyümesi, yeni kurulan işletmelerin dış finansman sağlamalarının kolaylaşması, işletmelerde sahipliğin tabana yayılması, kaynakların tahsisinde etkinliğin artması gibi faydalı sonuçlar doğurmalıdır³⁶.

V - KURUMSAL YÖNETİM SİSTEMLERİ ARASINDAKİ FARKLILIKLAR VE YAKINSAMAYI ZORLASTIRAN FAKTÖRLER

Kurumsal yönetim uygulamalarını geliştirmek için gerekli olan değişime karşı direnç gösterilebilmektedir. Piyasaların içerisinde ve iç politikada yer alan oligopolistik güç birlikleri ve güçlü çıkar grupları, ülke varlıklarından elde ettikleri payı korumak ya da arttırmak için işletme kontrolündeki, bazen de devlet kontrolündeki kaynakları yeni varlıklar yaratmak için değil, ancak aralarındaki stratejik rekabet eylemleri için kullanabilmektedirler. Bu tür eylemler ülke kaynaklarının bosa harcanmasına ve yanlış tahsis edilmesine yol açabilmektedir³⁷.

Kurumsal yönetimin gelişmişliği denilince, sistemin genellikle Anglo-Sakson Kurumsal Yönetim Sistemi'ne yakınsaması akla gelmektedir. Dünyada, ekonomilerin ve piyasaların birbirine yakınsaması ve ekonomik entegrasyonların genişlediği bir dönemde, kurumsal yönetim sistemlerinin de birbirlerine yakınsaması beklenmekte ve bu yönde çabalar olmaktadır. Ancak, ülkeler; ekonomik, yasal, politik ve kültürel yapı, işletme biçimleri, sektörler arası ilişkiler, işletme sahiplik yapıları gibi özellikler açısından önemli farklılıklar göstermektedirler. Bu farklılıklar, kısa vadede tek düzen bir kurumsal yönetim anlayışının her ülkede benimsenerek uygulanmasını güçleştirmektedir. Son yıllarda ülkelerde yapılan yasal düzenlemeler ile kurumsal yönetim bilincinin geliştirilmeye çalışılması ve OECD'nin ve ülkelerin kendi kurumlarının yayınladığı kurumsal yönetim ilkeleri, biçimsel olarak sistemleri birbirlerine yaklaştırmaktadır. Yayınlanan ilkeler ve yasal düzenlemeler sonucunda sistemler biçimsel olarak yakınsamakta olsa bile, yakınsamanın uygulamaya dökülmesi ve işlevsel olması pek kolay görünmemektedir. Çünkü dünyadaki ülkelerin çoğu, ideal olan bir kurumsal yönetim sistemini (Anglo-Sakson Sistem) esas alan düzenlemelerin aynı başarıyla uygulanmasını zorlastıran yapı ve özelliklere sahiptir.

Ülkelerde hakim olan kurumsal yönetim sistemleri ile ilgili kesin ve net bir sınıflandırma olmasa da, çeşitli kriterlere göre kurumsal yönetim sistemleri bir ayırma tabi tutulabilmektedir. Weimer ve Pape (1999) kurumsal yönetim sistemlerini: (1)

³⁶ La Porta ve diğerleri, a.g.e., s. 20.

³⁷ Oman, a.g.e., s. 20.

Anglo-Sakson Sistemler, (2) Alman Sistemleri, (3) Latin Sistemleri ve (4) Japon Sistemi olmak üzere dört gruba ayırmaktadırlar. Bu ayırımı yaparken ise aşağıda yer alan sekiz adet kriteri esas almaktadırlar³⁸:

Ülkede geçerli olan işletme kavramı.

Kurul sistemi.

Yönetimsel karar almada etki yapabilen önemli paydaşlar.

Menkul kıymet borsalarının ulusal ekonomideki yeri.

İşletmenin denetimini gerçekleştirmek için gerekli olan etkin piyasa mekanizmasının var olup olmaması.

İşletmelerde sahiplik yoğunluğu (yoğunlaşma).

Yöneticilerin, işletme performansına dayalı olarak ödüllendirilme düzeyi.

Ekonomik ilişkilerdeki zaman ufkunun uzunluğu.

A.B.D, İngiltere, Kanada ve Avustralya gibi ülkelerde kurumsal yönetim sistemleri “piyasa yönelimli” olarak adlandırılırken, Alman Sistemleri, Latin Sistemleri ve Japon Sistemi “ağ (network) yönelimli” olarak tanımlanmaktadır. Piyasa yönelimli kurumsal yönetim sistemleri ile ağ yönelimli kurumsal yönetim sistemleri arasındaki farklılıklar Weimer ve Pape (1999)’ye göre söz konusu 8 kritere göre oluşmaktadır. Piyasa yönelimli sistemlerin geçerli olduğu ülkelerde işletme kavramı hissedar odaklı iken, ağ yönelimli sistemlerin geçerli olduğu ülkelerde ise, hissedarlar, borç verenler, yöneticiler, çalışanlar, tedarikçiler ve müşterilerden oluşan otonom bir ekonomik varlık olarak görülmektedir. Kurumsal yönetim sistemleri için, benzer bir ayırım da “piyasa temelli sistem” ve “banka temelli sistem” şeklindedir. Bu ayırımı esas alan bir çalışmada, A.B.D. “piyasa temelli”, Almanya ve Japonya ise, “banka temelli” olarak ele alınmaktadır. “Piyasa temelli sistem”, hisse senedi sahipliğinin belirli kişi, aile, banka veya holding/işletmelerde yoğunlaşmamış olduğu, “banka temelli sistem” ise, hisse senedi sahipliğinin belirli aile, holding/işletme ve özellikle de bankalarda yoğunlaşmış olduğu sistem olarak ortaya çıkmaktadır³⁹.

Ülkelerin kurumsal yönetim sistemleri arasındaki farklılıkların, işletmelerde sahiplik yoğunluğu ile karlılık arasındaki ilişkiyle bağlantısını araştırarak Gedajlovic ve Shapiro (1998) ise, 6 adet kriter açısından 5 gelişmiş ülkenin kurumsal yönetim sistemlerini karşılaştırmışlardır. Tablo I’de görülen bu karşılaştırma incelendiğinde A.B.D ve İngiltere’nin kurumsal yönetim sistemlerinin birbirine yakın olduğu, ancak diğer ülkelerin kriterlerinin bu iki ülkenin kriterlerinden oldukça farklı olduğu görülmektedir.

³⁸ Weimer ve Pape, a.g.e., s.152.

³⁹ Paul Halpem, “Systemic Perspectives on Corporate Governance Systems”, Conference and Symposium on Corporate Governance and Globalization, September 1, 1999, s.s. 9-10., <http://www.rotman.utoronto.ca/cmi/papers/Paper1.pdf>, (04.04.2006).

Tablo I " Ülkeler Arasında Kurumsal Yönetim Sistemlerinin Karşılaştırılması"

	A.B.D.	İngiltere	Kanada	Fransa	Almanya
Sahiplik Yayılması	Çok Yüksek	Yüksek	Düşük	Orta	Düşük
Sahiplik Kimliği	Bireyler Emeklilik F. Yatırım F.	Emeklilik F. Yatırım F.	Aile İşletmeler	İşletmeler Devlet	Bankalar İşletmeler
Yönetim Kurulu	Yöneticiler Disaridakiler	Yöneticiler Disaridakiler	Sahipler Yöneticiler Disaridakiler	Sahipler İşçiler	Sahipler İşçiler
Hissedar Gücü	Düşük	Düşük	Orta	Yüksek	Yüksek
Satın Alınmalar	Yüksek	Yüksek	Orta	Düşük	Düşük
Finansman	Özkaynaklar	Özkaynaklar	Özk./Borç	Borç/Özk.	Borç

Kaynak: Eric R. Gedajlovic ve Daniel M. Shapiro, "Management And Ownership Effects: Evidence From Five Countries", Strategic Management Journal, Vol. 19, 1998, s. 534.

Dünyadaki kurumsal yönetim sistemlerinin yakınsamasının olası görünmediğini savunan Guillén (1999), yasal nedenler, kurumsal nedenler ve politik nedenleri yakınsamanın engelleri olarak görmektedir. Bankacılık, is, vergi ve rekabet hukuku alanlarında ülkelerin sahip olduğu köklü gelenekler ile kurumsal yönetim sistemlerinin birbirine siki sikiya bağlı olması, yakınsamayı engelleyen yasal nedenler olarak görülmektedir. İşletmelerin global piyasalarda rekabet etme biçimleriyle ve sahip oldukları özel üstünlüklerle ilişkili diğer kurumsal özelliklerinin kurumsal yönetim sistemlerini belirlemesi, yakınsamanın önündeki kurumsal engel olarak görülmektedir. Ayrıca, kurumsal yönetim sistemlerinin yakınsaması, ülkelerin iç politika gereklerinin göz ardı edilememesi nedeniyle olası görünmemektedir. Guillén (1999) dünyadaki kurumsal yönetim sistemlerinin evrimini açıklayan 6 göstergiyi karşılaştırdığı çalışmada, gelişmiş ülkeler de dahil olmak üzere ülkeler arasında önemli farklılıklar olduğunu vurgulamaktadır. Söz konusu göstergeler aşağıda yer almaktadır⁴⁰:

- İdeal olduğu düşünülen kurumsal yönetim sistemlerinin geçerli olduğu ülkelere diğer ülkelere doğrudan yabancı sermaye akışı.
- Kurumsal yatırımcıların etkisi.
- Menkul kıymetler borsalarına kayıtlı işletmelerdeki hisse sahipliğinin dağılımı.
- Üst düzey yöneticilere performansa dayalı uzun dönemli parasal ödüllerin sağlanması.

⁴⁰ Guillén, a.g.e., s.s. 10, 18-19.

- İşletme ele geçirmelerinin ortaya çıkma sıklığı.
- Mali-sektör dışı işletmelerde borç ve öz sermaye ile finansman dengesi (Borç-Öz sermaye Oranı İstikrarı).

Ortaklık yapısı, menkul kıymet borsalarının ekonomideki yeri, geçerli olan işletme kavramı ve sözü geçen diğer kriterler açısından piyasa-yönelimli ülkeler ile ağı-yönelimli (ilislilere dayalı) ülkelerin kurumsal yönetim sistemleri arasında önemli farklılıklar olduğu için, sistemlerin yakınsaması kolay görünmemektedir. Ulusal ekonomilerde, ürün, sermaye ve faktör piyasalarında büyük ölçüde entegrasyon olmasına rağmen, kurumsal yönetimle ilgili uygulamalar açısından ülkeler arasında kayda değer farklılıklar bulunmaktadır. Kurumsal yönetim ile ilgili çeşitli çalışmalarda, sistemleri farklılaştıran belli başlı kriterler ön plana çıkmaktadır. Değişik çalışmalarda farklı bazı kriterlere yer verilmekle birlikte, yukarıdan da görülebileceği gibi ortak olan kriterler çoğunluktadır. Aşağıda, ülkelerin kurumsal yönetim sistemlerinin yakınsamasını zorlaştırmada, önde geldiğini düşündüğümüz faktörler alt başlıklar halinde analiz edilmiştir. Ülkeleri farklılaştıran söz konusu faktörlerin, kurumsal yönetim sistemlerinin de ideal olduğu kabul edilen Anglo-Sakson Sistemi'ne yakınsamasını zorlaştıracakları görülmektedir.

5.1. Kurul Yapısındaki Farklılıklar

Anglo-Sakson ülkelerinde işletmenin yönetim ve denetim sorumlulukları tek bir hukuksal kişilikte toplanmaktadır. Bu ülkelerde yönetim kurulu ve denetim kurulu gibi iki ayrı kurul olmamakla birlikte, icrada görevli kurul üyeleri (executive) ve icrada görevli olmayan (non-executive) kurul üyeleri vardır. İcrada görevli olmayan kurul üyelerinin, işletme yönetiminde ve temel politikaların belirlenmesinde hissedar çıkarlarını göz önünde bulundurarak, icrada görevli üyelere tavsiyelerde bulunması ve yardımcı olması beklenmektedir. Anglo-Sakson ülkelerindeki “tek katmanlı” olarak adlandırılan böyle bir kurul yapısına karşılık, ağı yönelimli her ülkede farklı bir yapı görülebilmektedir. Bazı ülkelerde “Tek katmanlı” kurul yapısı, bazı ülkelerde “iki katmanlı” kurul yapısı hakimken, kurul yapısının işletmelerin tercihine bırakılması da söz konusu olabilmektedir (Fransa)⁴¹.

Tablo I'den de görülebileceği gibi, A.B.D. ve İngiltere'de yönetim kurulunda yöneticiler ve işletme dışındaki ortaklar (disaridakiler) hakim iken, Fransa ve Almanya'da yönetim kurulunda sahipler ve işçiler hakimdir. Disaridakiler kavramı, kontrolü elinde tutmayan hissedarlar ile yöneticileri kapsamaktadır. Türkiye'de ise yönetim kurulunda genellikle işletme sahipleri, aileler hakimdir. Yapılan bir çalışmada, azınlık hissedarlarının yönetim kuruluna temsilci gönderebilme uygulamasının IMKB

⁴¹ Weimer ve Pape, a.g.e., s. 154.

100 şirketlerinin sadece % 41'inde geçerli olduğu ortaya çıkmıştır⁴². Türkiye'de aile işletmeleri çoğunlukta olup, önemli işletme kararlarının alınmasında işletme sahibinin payı büyüktür. Örneğin, Gaziantep Organize Sanayi işletmelerini kapsayan bir araştırmada, yeni bir ürün veya hizmetin müşterilere sunulması, bütçe dışı harcamalar ve yeni bir proje başlatma gibi önemli kararlarda işletme sahibinin karar verme oranı sırasıyla % 57.8, % 73.4 ve % 61.1 olarak ortaya çıkmıştır⁴³.

5.2. Ön Plandaki Paydas veya Paydaslar

Kurumsal yönetim sistemini belirleyen bir diğer kriter olan, işletmenin ön plandaki paydas veya paydasları açısından ülkeler arasında farklılıklar olduğu görülmektedir. Anglo-Sakson ülkelerinde hissedarlar en önemli paydas iken, ag yönelimli sistemlerin hakim olduğu ülkelerde genel olarak bankaların, diğer finansal kurumların, devletin, ailelerin ve çalışanların ön planda olduğu görülmektedir⁴⁴.

5.3. Menkul Kıymet Borsalarının Ulusal Ekonomideki Yeri

Menkul kıymetler borsasının ülke ekonomisi içerisindeki önemi Anglo-Sakson ülkeleri ve Japonya için yüksek iken, Hollanda, İsviçre, İsveç, Avusturya, Danimarka gibi Alman kökenli ülkeler için orta düzey/yüksek, Latin ülkeleri içinse, orta düzeydedir⁴⁵. Sermaye piyasasının gelişmemişliği yanında, bankacılık sisteminin de tam olarak gelişmediği, ekonomik gelişme düzeyinin düşük olduğu ülkelerde işletmeler çoğunlukla oto finansmana ağırlık vermekte ve nadiren dış finansman kaynaklarına yönelmektedirler. Ekonomik gelişme düzeyinin düşük olduğu ülkelerle karşılaştırıldığında, bankacılık sisteminin daha gelişmiş olduğu ve kurulmuş sermaye piyasasının olduğu yarı-sanayileşmiş ülkelerde ise, işletmeler bankalardan finansmana yönelmektedirler. Menkul kıymet borsalarındaki aksaklıklar ve volatilitenin yüksek olması nedeniyle, bu ülkelerdeki riskli sevmeyen işletmeler, iyi projelere sahip olsalar bile sermaye piyasasından finansman sağlamaktan kaçınma ve finansman için bankalara yönelme eğilimi göstermektedirler⁴⁶.

⁴² Arcan Tuzcu, "IMKB-100 Şirketlerinin Kurumsal Yönetim Anlayışı", 4. Orta Anadolu İşletmecilik Kongresi, 13-14 Mayıs 2005, Kurumsal Yönetim Bildiri Kitabı, s.9.

⁴³ Mehmet Civan ve Özlem Yasar, "Aile İşletmelerinde Kurumsallaşma Süreci: Gaziantep İlinde Bir Uygulama", 4. Orta Anadolu İşletmecilik Kongresi, 13-14 Mayıs 2005, Kurumsal Yönetim Bildiri Kitabı, s.272.

⁴⁴ Weimer ve Pape, a.g.e., s. 154.

⁴⁵ a.g.e., s. 154.

⁴⁶ Ajit Singh, "Corporate Governance, Corporate Finance And Stock Markets In Emerging Countries", Esrc Centre For Business Research, University Of Cambridge, Working Paper 258, 2003, s.s. 5-6

5.4. Etkin Bir Piyasa Mekanizmasının Varlığı (Satin Almalar)

Sermaye piyasalarının bankacılık sektöründen baskın olduğu A.B.D. ve İngiltere’de işletmeler finansman sağlamak için sermaye piyasasına daha fazla ağırlık verdikleri için, kurumsal yönetim sistemleri, bankacılık sektörünün baskın olduğu Japonya ve Almanya gibi gelişmiş ülkelerde dahil olmak üzere çok sayıda ülkenin sisteminden farklıdır. Weimer ve Pape (1999)’nin çalışması, işletmenin denetlenmesi için aktif bir piyasa mekanizmasına Anglo-Sakson ülkelerinde rastlanırken, “ağ yönelimli” ülkeler de rastlanmadığını ortaya koymaktadır⁴⁷. Aktif bir piyasa mekanizması ile, menkul kıymetler borsası performansını araç olarak kullanmak suretiyle denetleyerek, işletmenin basındaki yönetimi, başarısız olması halinde değiştirilebilmesi kastedilmektedir. Etkin bir piyasa mekanizmasında, işletmeler, satın almalar aracılığıyla el değiştirmekte ve başarısız bir işletmenin basındaki yönetim değiştirilmektedir. Etkin bir piyasa mekanizmasının isareti olarak kabul edilen satın alma (takeover) sayısı A.B.D ve İngiltere’de yüksekken, Kanada’da orta düzeyde, Fransa ve Almanya’da ise düşüktür⁴⁸. İşletme satın almaları (ele geçirmeler) A.B.D ve İngiltere’de yaygın bir fenomen olarak ortaya çıkmaktadır⁴⁹.

5.5. Ortaklık Yapısının Yoğunluğu

İşletmelerde ortaklık yapısının yoğunluğu Anglo-Sakson ülkelerinde düşük iken, Alman kökenli ülkelerde orta düzey/yüksek, Latin ülkelerinde yüksek ve Japonya’da düşük/orta düzeydedir⁵⁰. Türk şirketleri üzerine Yurtoglu (2000)’nin yaptığı çalışma, 257 şirketin 99 tanesinde (% 38.5’inde) büyük bir ortağın en az %50 sermayeye sahip olduğunu ve 227 tanesinde ise 5 büyük ortağın sermaye payları toplamının en az %50 olduğunu göstermektedir⁵¹. Bazı çalışmalarda “ortaklık yapısının yoğunluğu” kavramı yerine, aynı anlama gelen “sahipliğin yayılma düzeyi” kullanılmıştır. Hisse senedi sahipliğinin yayılma düzeyi, A.B.D’nde çok yüksek, İngiltere’de yüksek, Almanya ve Kanada’da ise düşüktür⁵². A.B.D’ndeki hisse senetlerinin tamamının %49’u bireylerin elindeki iken bu oran Fransa ve Almanya için sırasıyla % 19 ve

⁴⁷ Weimer ve Pape, a.g.e., s. 154.

⁴⁸ Eric R. Gedajlovic ve Daniel M. Shapiro, “Management And Ownership Effects:Evidence From Five Countries”, *Strategic Management Journal*, Vol. 19, 1998, s. 534.

⁴⁹ Guillen, a.g.e., s.s. 19-22.

⁵⁰ Weimer ve Pape, a.g.e., s. 154.

⁵¹ B. Yurtoglu, “Ownership, Control And Performance Of Turkish Listed Firms” *Empirica* 27, 2000’den aktaran Halit Gönenç, “Sermaye Sahipliği Yapısı, Yatırımcıların Korunması ve Firma Değeri: Türkiye, A.B.D. ve Japonya Karşılaştırması”, VIII. Ulusal Finans Sempozyumu 04’ İstanbul, 2004, s.159.

⁵² Gedajlovic ve Shapiro, a.g.e., s.534.

%15'lerdedir⁵³. Dünyada hisse senedi sahipliğinin yayılması, A.B.D. ve İngiltere gibi birkaç ülke dışında orta veya düşük düzeyde olduğu için, gerek gelişmiş ülkelerin çoğunun, gerekse gelişmekte olan ülkelerdeki kurumsal yönetim uygulamalarının, bu iki ülkenin kurumsal yönetim sistemine yakınsaması kolay görünmektedir.

5.6. Yöneticilerin Ödüllendirilme Düzeyi

İşletme yöneticilerine yapılan ödemelerin, performansları ile ilişkilendirilme derecesi Anglo-Sakson ülkelerde yüksek iken, Alman kökenli ülkelerde ve Japonya'da düşük, Latin ülkelerinde ise, orta düzeyde görünmektedir⁵⁴. Türkiye'de işletmelerde yönetici pozisyonunda olup da, işletme sahipleriyle birlikte kurullarda yer alan üyelere, kurul üyeliğinden dolayı çok az veya hiç ücret verilmemesi yaygındır. Bu nedenle, yöneticiler kurullarda yer almaktan kaçınabilmektedirler. Sermaye Piyasası Kurulu, işletmelerde, kurul üyelerinin ücretlendirilmesinin işletmenin performansına dayalı olmasını önermektedir⁵⁵. Ancak, uygulamada Türkiye'de, özellikle aile şirketlerinin yaygın olması nedeniyle, kurullarda aile fertlerinin ağırlığı hissedilmektedir.

5.7. İşletmelerde Sahiplik Kimliği

A.B.D ve İngiltere'de sahiplik kimliği, bireyler ile, emeklilik fonları ve yatırım fonları gibi kurumsal yatırımcılarda yoğunlaşırken, Kanada'da aileler ve işletmelerde, Fransa'da işletmelerde ve devlette, Almanya'da ise bankalarda ve işletmelerde yoğunlaşmaktadır⁵⁶. Gelişmiş ülkelere bakıldığında, Anglo-Sakson ülkelerde banka dışı kurumsal yatırımcıların hisse senedi sahipliği oranı yüksek iken, diğer ülkelerde bankaların hisse senedi sahipliği oranının yüksek olduğu görülmektedir⁵⁷. Latin Amerika ülkelerinde en büyük işletmelerde bile, aileler sahiplikte önde gelmektedir. Söz konusu ülkelerdeki işletmelerde kontrol; büyük ölçüde yerel ailenin sahibi olduğu holding veya aralarında sahiplik ilişkileri olan şirket guruplarında yoğunlaşmaktadır⁵⁸. Türkiye'deki yapı da Latin Amerika ülkelerindeki yapıya benzerlik göstermektedir.

⁵³ Gordon Redding, "The Conditional Relevance of Corporate Governance Advice in The Context of Asian Business Systems", *Asia Pacific Business Review*, Vol.10, No.3/4, Spring/Summer 2004, s.279.

⁵⁴ Weimer ve Pape, a.g.e., s.154.

⁵⁵ Equity Advisory Group, "Corporate Governance in Turkey: An Investor's Perspective, IIF-Institute of International Finance, Task Force Report, April 2005, Çeviren: M. Ayfer Kitis, Digde Çalık ve Saban Toros, Ziraat Bankası A.S. Organizasyon Bölümü, Bankacılar Dergisi, Sayı 53, 2005, s.s.126-127.

⁵⁶ Gedajlovic ve Shapiro, a.g.e., s.534.

⁵⁷ Guillen, a.g.e., ss. 19-22.

⁵⁸ Ruth G. Aguilera ve Isabel Ermoli "A Comparative Analysis of Corporate Governance Systems in Latin America: Argentina, Brazil, Chile, Colombia and Venezuela", http://www.hhs.se/NR/rdonlyres/19025420-10C1-428E-BF13-A79B7CE2A9C6/0/Aguilera_Ruth.pdf, (06.04.2006).

5.8. İşletmelerde Finansman Biçimi

Bankalarla işletmeler arasında güçlü ilişkilerin bulunduğu “banka temelli” (ag yönelimli) sistemlerin bulunduğu ülkelerde sermaye piyasası, bankacılık sektörü ile karsılaştırıldığında daha küçük ve daha az gelişmiş olmaktadır. Sermaye piyasasının bu durumu nedeniyle, söz konusu ülkelerde, işletmeler finansmanda borca ağırlık vermektedirler⁵⁹. Tablo 1’den de görülebileceği gibi “banka temelli” bir ülke olan Almanya’da işletmeler büyük ölçüde borç ile finanse edilmektedir. A.B.D ve İngiltere gibi “piyasa temelli” ülkeler ise büyük ölçüde öz kaynaklar ile finanse edilmektedir.

5.9. Anglo-Sakson Ülkelerden Diğer Ülkelere Yabancı Sermaye Akisi

Ülkeye giren doğrudan yabancı sermayenin artışı yoluyla çokuluslu işletmelerin ulusal piyasada faaliyette bulunması, biçimsel olarak getirilen kurumsal yönetim ilkelerinin uygulanmasını hızlandırabilir. Çokuluslu işletmeler, girdikleri ülkedeki yerel şirketleri, etkin olmayan kurumsal yönetim uygulamalarını terk ederek, ideal olan kurumsal yönetim ilkelerini uygulamaları konusunda yönlendirebilirler⁶⁰. Guillen (1999) dünyadaki kurumsal yönetim sistemlerinin evrimini açıklayan 6 göstereyi karşılaştırdığı çalışmada, Anglo-Sakson ülkelerinden dışarıya, doğrudan yabancı sermaye akisinin dünyadaki toplam yabancı sermaye akisi içindeki payının düştüğünü ortaya koymuştur⁶¹. Genel olarak ideal olduğu kabul edilen Anglo-Sakson ülkelerinin yabancı sermaye akisi içindeki payının düşmesi, bu ülkelerin kurumsal yönetim sisteminin diğer ülkelere benimsenmesinin zorlaşacağını göstermektedir.

5.10. Hissedar Haklarının Korunma Düzeyi

İdeal olarak kabul edilen Anglo-Sakson kurumsal yönetim sistemlerinde hissedar hakları çok önemli yer tutmaktadır. İşletmelerde hisse senedi sahipliğinin belirli grup veya kişilerde yoğunlaşma oranının düşük olduğu A.B.D. ve İngiltere’de, her hisse senedi yatırımcısına eşit yaklaşılması ve yatırımcı haklarının korunma düzeyinin yüksek olması söz konusudur. Oysa, gelişmiş birçok ülke de dahil olmak üzere, işletmelerdeki hisse senedi sahipliği yoğunlaşma oranının yüksek olduğu ve aile işletmelerinin yaygın olduğu ülkelerde yatırımcı haklarını koruma düzeyi düşüktür. Dünya Bankası, yatırımcıların korunmasının boyutlarından birini “sahiplik ve finansal bilgilerin açıklanması” (disclosure of ownership and financial information) olarak belirlemiştir.

⁵⁹ Ruth G Aguilera ve Gregory Jackson, “The Cross National Diversity of Corporate Governance: Dimensions and Determinants”, *Academy of Management Review*, Vol. 28, No. 3, s.453.

⁶⁰ Tarun Khanna, Joe Kogan ve Krishna Palepu, “Globalization and Corporate Governance Convergence: A Cross Country Analysis”, October 30, 2001, s.14., <http://www.stern.nyu.edu/cfb/Khanna.pdf>, (04.04.2006).

⁶¹ Guillen, a.g.e., 19-22.

Dünya bankası, olusturduğu “sahiplik ve finansal bilgilerin açıklanması” endeksini çok sayıda ülke için hesaplamıştır.

TABLE II “ Sahiplik ve Finansal Bilgilerin Açıklanması (Disclosure) Endeksi”

OECD Ülkelerinden 28’i için Açıklama (Disclosure) Endeksi							
Avustralya	6	Avusturya	6	Belçika	4	Kanada	7
Danimarka	5	Finlandiya	5	Fransa	6	Almanya	5
Macaristan	5	İrlanda	6	İtalya	5	Japonya	6
Meksika	5	Hollanda	5	Yeni Zellanda	5	Norveç	5
Portekiz	5	Slovak Cum.	6	İspanya	7	İsveç	6
Yunanistan	5	Kore	6	Polonya	4	İsviçre	5
Çek Cum.	6	Türkiye	2	İngiltere	7	A.B.D.	7
Diğer Ülkeler için Açıklama (Disclosure) Endeksi							
Arjantin	5	Azerbaycan	2	Beyazrusya	1	Brezilya	5
Çin	4	Endonezya	4	Estonya	4	Gürcistan	5
Hindistan	4	İsrail	7	Kazakistan	5	Kolombiya	2
Letonya	5	Malezya	5	Moldova	3	Pakistan	4
Romanya	2	Rusya Federasyonu	3	Slovenya	4	Sili	6
Bulgaristan	2	Hırvatistan	4	Peru	4	Venezüella	4

Kaynak: <http://rru.worldbank.org/DoingBusiness/ExploreTopics/ProtectingInvestors/CompareAll.aspx>, (12.04.2005).

Tablo II’den görülebileceği gibi, 0-7 arasında değerler alan endeks, ülkeler arasında oldukça farklılık göstermektedir. Örneğin, Arjantin, Brezilya, Meksika, Gürcistan, Kazakistan, Letonya, Macaristan gibi gelişmekte olan ülkelerde söz konusu endeks 5 düzeyindeyken, Almanya, İsviçre, Danimarka, İtalya, Norveç, Finlandiya gibi gelişmiş ülkelerde de endeksin 5 düzeyinde olduğu görülmektedir. Hatta, Belçika gibi gelişmiş bir ülkede endeks 4 düzeyindedir. Bunun dışında, gelişmiş ülkelerden sadece A.B.D., İngiltere, Kanada ve İspanya ve İsrail’in endeksi 7 iken, gelişmekte olan ülkelerden Avustralya, Fransa, Japonya, İrlanda ve İsveç’in endeksi 6 olarak hesaplanmıştır. Buradan hareket ederek ülkelerin gelişmişlik düzeyleri benzer olsa da, yatırımcıların korunma düzeylerinin, dolayısıyla da kurumsal yönetim uygulamalarının farklı olabileceği söylenebilir. Tablodan görüldüğü gibi, OECD ülkelerinde açıklama endeksi değerleri arasında çok büyük farklılıklar olmasa da gelişmişlik düzeyleri benzer olan ülkelerin endeks değerleri 4-7 arasında değişimlik göstermektedir. OECD ülkeleri arasında Türkiye, 2 olan endeks düzeyi ile dikkat çekmektedir. Endeksin düşüklüğü, Türkiye’de yatırımcıların korunma düzeyinin düşük olduğunu göstermektedir. Yatırımcının yasal olarak korunma düzeyinin zayıf olduğu Türkiye’de, kötü yönetilen

sirketlerin satın alınarak yönetim değişikliğinin gerçekleştirilebileceği satın alma piyasasının (takeover market) işlememesi söz konusudur⁶².

5.11. Aile İşletmelerinin Yaygınlığı

Bazı ülkelerde aile işletmelerinin çok yaygın olması da, kurumsal yönetim sistemlerinin birbirlerine yakınsamasının önündeki engellerden biri olarak görülebilir. Aile işletmelerinde, işletme sahibi ile yöneticiler arasında çatışmalar görülmekle birlikte, işletme sahipleri işletme faaliyetlerinin kontrolünü ellerinde tutmak için gerekli donanımına sahip olduklarından, bu çatışmalar çok fazla önemli olmamaktadır. Bu işletmelerde işletme sahipleri, özellikle sektörde veya genelde değişim rüzgarlarının estiği dönemlerde var olan ve dışarıdakilerin fark edebileceği tehdit ve fırsatları, fark edemeyip işletmelerini zor duruma düşürebilmektedirler. Zorunluluktan veya tercih nedeniyle dış finansman sağlama kararını veren bir aile işletmesi, hisse senedi satmada zorluklar yaşayabilecektir. Sermaye piyasası ile bağlantı olmayan bir aile işletmesinin dış yatırımcıları, hakkında fazla bilgi sahibi olmadıkları veya üzerinde kontrol gücüne sahip olmadıkları bir işletmenin menkul kıymetlerini satın almada isteksiz davranabileceklerdir⁶³.

İşletmelerin önemli bir kısmının aile şirketi olduğu gelişmekte olan piyasalarda, sahip oldukları işletme üzerindeki kontrollerini kaybetmek istemeyen aileler, eski alışkanlıklarını değiştirmekte zorlanmakta ve değişime direnç göstermektedirler⁶⁴. Yönetim kurulunda, icrada görevli olmayan ve bağımsız üyelerin bulunması, işletme içindeki olaylara dışarıdan ve objektif gözle bakılabilmesini sağlayan bir yapı olarak A.B.D ve İngiltere gibi ülkelerde yaygın olmasına rağmen, böyle bir yapıya aile işletmelerinin yaygın olduğu ülkelerde çok az rastlanmaktadır. Çünkü aile işletmesinde, yönetim kurulu başkanlığını yürüten ailenin önde gelen kisi yetkisini ve sırlarını bağımsız bir yönetim kurulu üyesi ile paylaşmayı tercih etmemektedir. Türkiye’de de aile işletmeleri çok yaygındır. Kütahya’daki aile işletmeleri üzerinde yapılan bir araştırmada, işletmelerin % 80’inde bağımsız bir yönetim kurulu üyesi olmadığı ortaya çıkmıştır⁶⁵. Türkiye’de aileler doğrudan veya dolaylı olarak şirketlerin %75’ine sahip olmakta ve kontrol çoğunluğunu korumaktadırlar. Türkiye’de, “şirketler grubu” ve “holding” şeklindeki aile işletmelerinin yaygınlığı dikkat çekicidir. Böyle bir yapı içerisindeki işletmeler birbirleri arasında iç finansman sağlamaktadırlar⁶⁶. Bu tür

⁶² Gönenç, a.g.e., s. 157.

⁶³ Erik Berglöf ve Ernst-Ludwig von Thadden, a.g.e., s. 12.

⁶⁴ (http://www.spk.gov.tr/haberduyuru/basinciklamalari/basinciklamasi_050419.html), (25.02.2005)

⁶⁵ Gülten Eren Gümüstekin ve Ebru Adsan, “Aile İşletmelerinde Kurumsal Yönetim İlkeleri ve Kütahya İli Aile İşletmeleri Üzerinde Bir Araştırma”, 4. Orta Anadolu İşletmecilik Kongresi, 13-14 Mayıs 2005, Kurumsal Yönetim Bildiri Kitabı, s. 225.

⁶⁶ Gönenç, a.g.e., s. 159.

isletmelerin finansman için dış yatırımcıya ihtiyaç duymamaları nedeniyle, hissedar haklarını ön planda tutan Anglo-Sakson Kurumsal Yönetim sisteminin Türkiye’de kısa ve orta vadede yerleşebilmesi mümkün görünmemektedir.

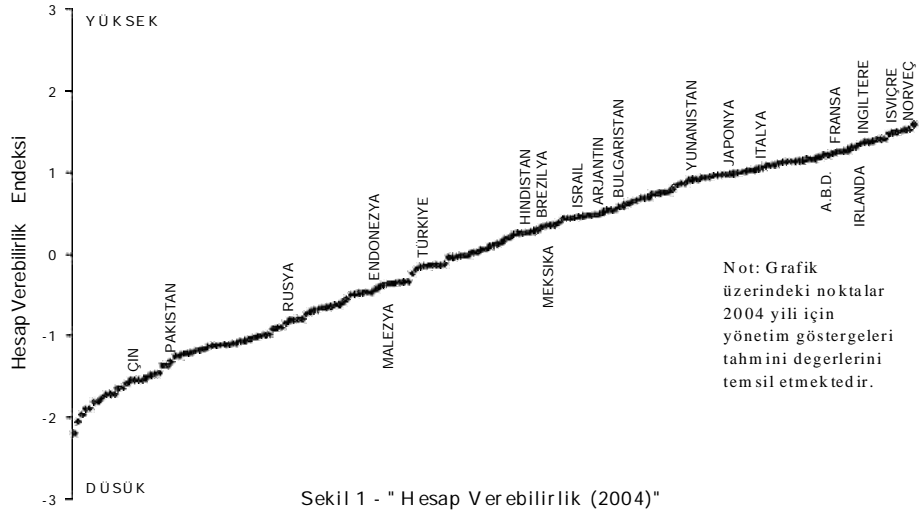
5.12. Ülke Yönetimi – Kurumsal Yönetim İlişkisi

Klapper ve Love (2002) aralarında Türkiye’nin de bulunduğu 14 adet yükselen piyasada işletme düzeyindeki kurumsal yönetim ile ülke düzeyindeki yönetim arasındaki ilişkiyi araştırmışlardır. Ülke düzeyinde yönetim endeksleri oluşturmak için üç ölçüt kullanmışlardır. Ülke düzeyindeki yönetim endeksini belirleyen üç bileşen; (1) Adli Etkinlik (Judicial Efficiency), (2) Hissedar Hakları, (3) Yasallık (Legality)’dir. “Adli etkinlik” var olan yasaların etkin bir şekilde uygulanmasını ifade ederken, “yasallık” ise yasal sistemin ve kurumsal çevrenin gücünü ifade etmektedir. Ülke düzeyindeki yönetim endeksini belirleyen “yasallık” bileşeni; hukukun üstünlüğü, adli etkinlik, yozlaşma, el koyma riski (expropriation) ve sözleşme tanımlanmazlık riski’nin ağırlıklı ortalamasından oluşmaktadır. Çalışmada ülke düzeyindeki yönetim ile işletme düzeyi kurumsal yönetim arasında pozitif korelasyon olduğu ortaya çıkmıştır. Yasal sistemleri zayıf olan ülkelerde, ortalama işletme düzeyi kurumsal yönetimin de zayıf olduğu görülmüştür⁶⁷.

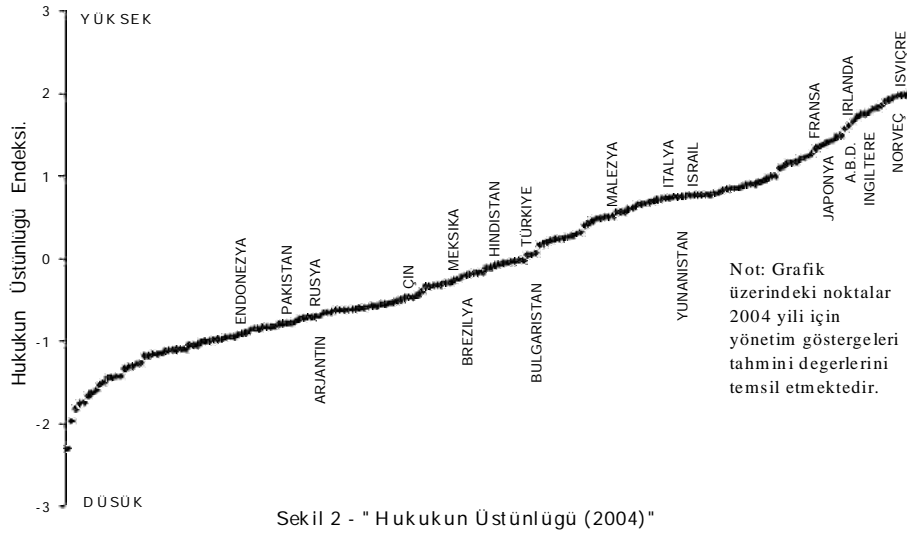
Kaufmann, Kraay ve Mastruzzi (2005), 1996, 1998, 2000, 2002 ve 2004 yılları için 209 ülke’nin genel yönetim göstergeleri (aggregate governance indicators) ile ilgili tahminler yapmışlardır. Çalışmalarında kullandıkları ülke yönetim göstergesi; 1) Hesap verebilirlik, 2) Politik istikrarsızlık, 3) Devletin etkinliği, 4) Düzenleyici Kalite, 5) Hukukun Üstünlüğü, 6) Yozlaşmanın Kontrolü olmak üzere 6 boyuttan oluşmaktadır. Aralarında araştırma enstitüleri, uluslararası organizasyonlar, düşünce guruplarının yer aldığı 31 farklı organizasyonun; vatandaşlardan, işletmelerden, uzman araştırma deneklerinden alınan cevaplarla oluşturduğu 37 ayrı veri kaynağından elde edilen ülke düzeyi yönetim algılamaları ölçülerek, söz konusu 6 boyut için endeksler tahmin etmişlerdir⁶⁸. Söz konusu endeks değerlerine dünya bankasının web sayfasında yer verilmektedir. Aşağıdaki şekillerde, 2004 yılı için ilgili boyutlardan örnek olarak, hesap verebilirlik, hukukun üstünlüğü ve yozlaşmanın kontrolü için endeks değerlerinin ülkeler bazında yer aldığı grafiklere yer verilmiştir.

⁶⁷ Leora F. Klapper ve Inessa Love, “Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets, World Bank Policy Research Working Paper 2818, April 2002, s.s. 10, 25.

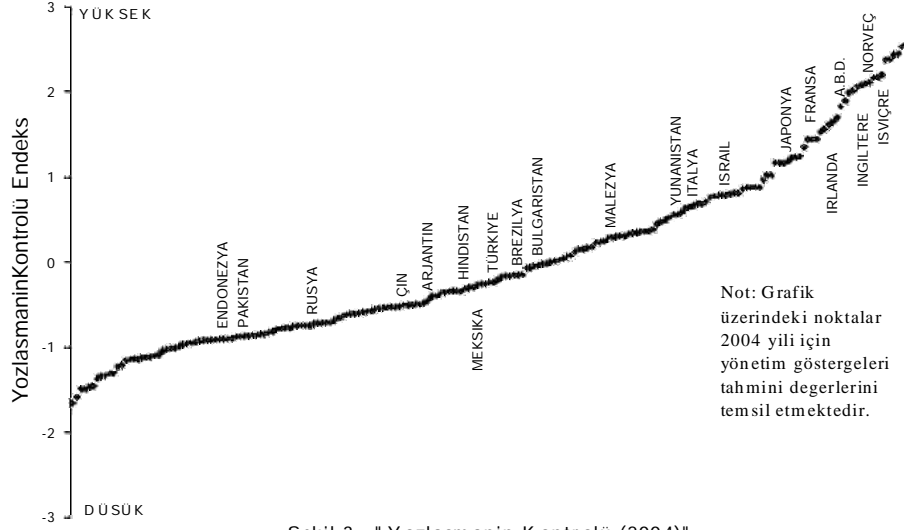
⁶⁸ Daniel Kaufmann, Aart Kraay ve Massimo Mastruzzi, “Governance Matters IV: Governance Indicators for 1996-2004”, The World Bank, May 2005, s. 1-2.
http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=718081, (02.04.2005).



Kaynak: <http://info.worldbank.org/governance/kkz2004/tables.asp>



Kaynak: <http://info.worldbank.org/governance/kkz2004/tables.asp>



Sekil 3 - "Yozlasmanın Kontrolü (2004)"

Kaynak: <http://info.worldbank.org/governance/kkz2004/tables.asp>

Yukarıdaki üç sekilden de görülebileceği gibi, bütün ülkeler dikkate alındığında her üç kriter bazında ülkelerin tahmini endeks değerlerinin -2 ile +2 arasında değişim göstermektedir. Genel olarak bakıldığında her üç grafikte de gelişmekte olan ülkeler grafiğin alt kısmında, gelişmiş ülkeler ise üst kısmında sıralanmaktadır. Ancak gelişmekte olan ülkelerin kendi içlerinde de farklılıklar olduğu görülmektedir. Genel olarak, A.B.D., İngiltere, Norveç ve İsviçre, endeks değerleri bazında ilk sıralarda yer alırken, Fransa, Japonya ve İtalya geride kalmaktadır. Hesap verebilirlik, hukukun üstünlüğü ve yozlaşmanın kontrolü kriterlerinde A.B.D., İngiltere, Norveç ve İsviçre en yüksek endeks değerlerine sahip olup, Brezilya, Çin, Arjantin, Meksika, Hindistan, Türkiye gibi gelişmekte olan ülkeler orta düzeyde veya düşük endeks değerlerine sahiptirler. Grafikler üzerinde bütün ülke isimlerinin yazılmasının mümkün olmaması ve üst üste gelen ülkelerin isimlerinin okunma güçlüğü nedeniyle, 21 ülkenin değerlerine yer verilmiştir. Genel olarak üç grafikten çıkarılabilecek sonuç, ülke düzeyindeki yönetim uygulamalarının farklılık gösterdiğidir. Klapper ve Love (2002)'in aralarında Türkiye'nin de bulunduğu 14 adet yükselen piyasada, işletme düzeyindeki kurumsal yönetim ile ülke düzeyindeki yönetim arasındaki pozitif ilişki olduğu şeklindeki bulgularını izleyerek, ülke düzeyindeki yönetim göstergelerinin, ülkedeki kurumsal yönetim uygulamalarıyla ilgili fikir vereceği söylenebilir. Daha önce değinilen diğer kriterler yanında bu açıdan bakıldığında da ülkelerin kurumsal yönetim sistemlerinin kısa vadede birbirlerine yakınsamasının olası olmadığı sonucuna varılabilir.

SONUÇ

Kurumsal yönetim sistemlerinin birbirine yakınsamasını savunan görüşe göre, A.B.D., İngiltere ve Kanada gibi Anglo-Sakson ülkelerinde geçerli olan kurumsal yönetim sistemi, diğer ülkelerde de uygulanması gereken ideal sistem olarak önerilmektedir. Kurumsal yönetim alanında yapılan çok sayıda çalışmadan hareket ederek, her ülke için geçerli tek düzen bir kurumsal yönetim modelinin olamayacağı söylenebilir. Her ülkenin kendine özgü koşulları dikkate alınarak kurumsal yönetim modelinin belirlenmesi daha uygun görünmektedir. Her ülkenin yasal, kültürel, ekonomik yapısı ve birikimleri farklı olup, buna bağlı olarak ülkelerin kurumsal yönetime bakış açisi de farklılaşmaktadır. Kurumsal yönetim sistemleri; ülkede geçerli olan işletme kavramı, aile işletmelerinin yaygınlığı, menkul kıymet borsalarının ekonomideki yeri, işletme ele geçirme (takeover) piyasasının işleyişi, kurumsal yatırımcıların piyasalardaki payı, hukuk sistemi, sözleşmelerin uygulanma derecesi, işletmenin ön planda olan paydaşları, işletmelerde sahiplik yoğunlaşması, ülkede yozlaşmanın kontrolü gibi çok sayıda faktörün şekillendirdiği karmaşık sistemlerdir. Bu nedenle, her ülkede geçerli olabilecek ve aynı başarı ile uygulanabilecek tekdüzen bir kurumsal yönetim sisteminin kısa vadede ortaya çıkması olası görünmemektedir. Ülkeler arasındaki sistemler farklılık gösterse de, genel kabul gören tüm uluslararası kurumsal yönetim yaklaşımlarında, esneklik, şeffaflık, hesap verebilirlik ve sorumluluk kavramları vazgeçilmez kavramlar olarak karşımıza çıkmaktadır. Dünyada, birçok bakımdan farklı özelliklere sahip olan ülkelerin kurumsal yönetim sistemlerinin, yaygın bir biçimde ideal sistem olarak görünen Anglo-Sakson Kurumsal Yönetim Sistemi'ne yakınsadığı ve kısa vadede yakınsayacağı söylemek pek gerçekçi görünmemektedir.

Kurumsal yönetim sistemini etkileyen faktörler açısından Türkiye değerlendirildiğinde, Anglo-Sakson ülkelerinin özelliklerinden oldukça farklı özelliklerin ön plana çıktığı görülmektedir. Türkiye'de aile işletmelerinin yaygın olması nedeniyle kurullarda aile üyelerinin yer alması, ön plandaki paydaşların aile veya çoğunluk hissedarlarının olması, menkul kıymet borsasının ülke ekonomisindeki yerinin görece olarak küçük olması, işletme satın alma (takeover) piyasasının zayıf olması, Türkiye'de Anglo-Sakson kurumsal yönetim sisteminin uygulanmasında sorunlar çıkabileceğini göstermektedir. Türkiye'deki işletmelerde ortaklık yapısının yoğunluğunun yüksek olması, yani işletmelerin büyük bir kısmının bir veya birkaç ortağın elinde bulunması da kurumsal yönetim sisteminin Anglo-Sakson sistemine yakınsamasının önündeki önemli bir engeldir. Türkiye'de hissedar haklarının korunma düzeyi de düşük olup, ideal kurumsal yönetim sistemlerinin uygulanması konusunda yasal düzenlemeler getirilse bile, hissedar haklarının korunması konusunda hukuk sisteminin zafiyetlerinin ortaya çıkması olası görünmektedir. Ayrıca, ülke yönetimi ve kurumsal yönetim arasındaki yakın ilişkiye bağlı olarak, Türkiye'de devletin etkinliği, hukukun üstünlüğü, hesap verebilirlik, yozlaşmanın kontrolü gibi ülke yönetimi boyutlarında Anglo-Sakson ülkelerindeki ideal duruma yaklaşılmadıkça, ideal kurumsal yönetim sistemlerinin tek başına uygulanmaya çalışılması yeterli olmayacaktır.

KAYNAKLAR

- AGUILERA, Ruth G. ve ERMOLI, Isabel “A Comparative Analysis of Corporate Governance Systems in Latin America: Argentina, Brazil, Chile, Colombia and Venezuela”,http://www.hhs.se/NR/rdonlyres/19025420-10C1-428E-BF13-A79B7CE2A9C6/0/Aguilera_Ruth.pdf, (06.04.2006).
- AGUILERA, Ruth G. ve JACKSON, Gregory, “The Cross National Diversity of Corporate Governance: Dimensions and Determinants”, *Academy of Management Review*, Vol. 28, No. 3, pp. 447-465.
- BERGLÖF, Erik ve VON THADDEN, Ernst-Ludwig, “The Changing Corporate Governance Paradigm: Implications for Transition and Developing Countries, William Davidson Institute Working Papers Series, William Davidson Institute at the University of Michigan Business School, Working Paper No. 263, June 1999.
- CLAESSENS, “Corporate Governance and Development”, *Global Corporate Governance Forum*, The World Bank, 2003.
- CIVAN, Mehmet ve YASAR, Özlem, “Aile İşletmelerinde Kurumsallaşma Süreci: Gaziantep İlinde Bir Uygulama”, 4. Orta Anadolu İşletmecilik Kongresi, 13-14 Mayıs 2005, Kurumsal Yönetim Bildiri Kitabı, s.s. 258-275.
- EQUITY ADVISORY GROUP, “Corporate Governance in Turkey: An Investor’s Perspective, IIF-Institute of International Finance, Task Force Report, April 2005, Çeviren: M. Ayfer Kitis, Dilde Çalık ve Saban Toros, Ziraat Bankası A.S. Organizasyon Bölümü, Bankacılar Dergisi, Sayı 53, 2005, s.s.121-141.
- FREMOND, Olivier ve JAPPAUL, Miarta, “The state of Corporate Governance: Experience from Country Assessments”, *Worldbank Policy Research Working Paper 2858*, June 2002, p.p. 1-30,
http://www.respondanet.com/english/anti_corruption/publications/documents/wps_corporate_governance.pdf, (05.04.2006)
- GEDAJLOVIC, Eric E., ve SHAPIRO, Daniel M., “Management And Ownership Effects: Evidence From Five Countries”, *Strategic Management Journal*, Vol. 19, 1998, pp. 533–553
- GÖNENÇ, Halit, “Sermaye Sahipliği Yapısı, Yatırımcıların Korunması ve Firma Değeri: Türkiye, A.B.D. ve Japonya Karşılaştırması”, VIII. Ulusal Finans Sempozyumu 04’ İstanbul, 2004, s.s. 157-167.
- GUGLER, Klaus, MUELLER, Dennis C. ve YURTOĞLU, B. Burçin “The Impact of Corporate Governance on Investment Returns in Developed and Developing Countries”, *The Economic Journal*, 113 (November), Royal Economic Society, 2003, pp. 511-539.
- GUILLEN, Mauro, “Corporate Governance and Globalization: Arguments and Evidence Against Convergence”, A Working Paper of the Reginald H. Jones Center The Wharton School University of Pennsylvania, WP99-11, 1999.

- GÜMÜSTEKİN, Gülten Eren ve ADSAN, Ebru, “Aile İşletmelerinde Kurumsal Yönetim İlkeleri ve Kütahya İli Aile İşletmeleri Üzerinde Bir Arastırma”, 4. Orta Anadolu İşletmecilik Kongresi, 13-14 Mayıs 2005, Kurumsal Yönetim Bildiri Kitabı, s.s. 215-238.
- GÜRBÜZ, A. Osman ve ERGINCAN, Yakup, Kurumsal Yönetim: Türkiye’deki Durumu ve Geliştirilmesine Yönelik Öneriler, 1. Basım, Literatür Yayıncılık, İstanbul, 2004.
- GROENEWEGEN, John, “European Integration and Changing Corporate Governance Structures: The Case of France”, Journal of Economic Issues, Vol. XXXIV, No.2, June 2000, pp. 471-479.
- HIMMELBERG, Charles P., HUBBARD, R. ve LOVE, Inessa, “Investor Protection, Ownership and the Cost of Capital”, The World Bank Development Research Group-Finance, Policy Research Working Paper 2834, 2002.
- KAUFMANN, Daniel, KRAAY, Aart ve MASTRUZZI, Massimo, “Governance Matters IV: Governance Indicators for 1996-2004”, The World Bank, May 2005, s. 1-2. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=718081, (02.04.2005).
- KHANNA, Tarun, KOGAN, Joe ve PALEPU, Krishna, “Globalization and Corporate Governance Convergence: A Cross Country Analysis”, October 30, 2001, <http://www.stern.nyu.edu/clb/Khanna.pdf>, (04.04.2006).
- KLAPPER, Leora F. ve LOVE, Inessa, “Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets, World Bank Policy Research Working Paper 2818, April 2002.
- LA PORTA, Rafael, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio, SCHLEIFER, Andrei ve VISHNY, Robert, “Investor Protection and Corporate Governance”, Journal of Financial Economics, Volume 58, 2000, pp. 3-27.
- LANE, Christel, “Changes in Corporate Governance of German Corporations: Convergence to the Anglo-American Model ?, Competition and Change , Taylor and Francis Group, Volume 7, No: 2-3, June-September 2003, pp. 79-99.
- MALLIN, Chris ve RONG, Xie, “The Development of Corporate Governance in China”, Journal of Contemporary China, 7 (17), 1998, pp. 33-42.
- MAHONEY, James M., SUNDARAMURTHY, Chamu ve MAHONEY, Joseph T., “The Effects of Corporate Antitakeover Provisions on Long-Term Investment: Empirical Evidence”, Managerial and Decision Economics, Vol. 18, 1997, pp. 349-365.
- MAYER, Colin, “Corporate Governance, Competition, and Performance”, Journal of Law and Society, Volume 24, Number 1, March 1997, pp. 152-176.
- OMAN, Charles P., “Corporate Governance and National Development”, OECD Technical Papers, No. 180, December 2001, s.13.
- REDDING Gordon , “The Conditional Relevance of Corporate Governance Advice in The Context of Asian Business Systems”, Asia Pacific Business Review, Vol.10, No.3/4, Spring/Summer 2004, pp. 272-291.

- REDDY, Yrk, “Corporate Governance and Financial Institutions – Challenges for Developing Countries”, Commonwealth Association of Corporate Governance (CACG) Annual Conference/Workshop, 4-6 November 2004, Mauritius,
- <http://www.cacg-inc.com/documents/activities-and-reports/presentations/cg-in-financial-inst.doc>, (20.03.2005)
- SANAL, Recep, “Kurumsal Yönetim (Corporate Governance) Kavramı ve Türk Kamu Yönetimi Açısından Önemi”, Türk İdare Dergisi, 435, 2002, s.s. 41-73.
- SINGH, Ajit, “Corporate Governance, Corporate Finance And Stock Markets In Emerging Countries”, Esrc Centre For Business Research, University Of Cambridge, Working Paper 258, 2003.
- TUZCU, Arcan, “İMKB-100 Şirketlerinin Kurumsal Yönetim Anlayışı”, 4. Orta Anadolu İşletmecilik Kongresi, 13-14 Mayıs 2005, Kurumsal Yönetim Bildiri Kitabı, s.s. 1-14.
- WEIMER, Jeroen ve PAPE, Joost C., “A Taxonomy of Systems of Corporate Governance”, Corporate Governance, Volume 7, No. April 1999, pp. 152-166.
- (http://www.spk.gov.tr/haberduyuru/basinaciklamalari/basinaciklamasi_050419.html), (25.02.2005)
- <http://rru.worldbank.org/DoingBusiness/ExploreTopics/ProtectingInvestors/CompareAll.aspx>, (12.04.2005)