
Kurumsal Yönetim: Borsaların Rolü ve Yatırım*

Nazlı Gamze Aksu SANSAR**

ÖZET

Geçmişte, kurumsal yönetime ilişkin borsaların düzenleyici fonksiyonu, çoğunlukla kuralları belirlemek ve mevcut çerçevelere farklı yönlerden açıklık getirmek ile sınırlı olmuştur. Borsaların standart belirleme rolü, esas itibariyle, borsaya kotasyon, kamuyu aydınlatma açıklamaları yapılması ve kottan çıkarma gereklilikleri aracılığıyla yerine getirilmiştir. Yürütme cephesinde ise, borsalar sahip oldukları düzenleyici fonksiyonu sermaye piyasası denetim kurumları ile paylaşmıştır. Kendi koydukları kuralları denetlemenin yanı sıra, borsalara mevzuata ve ikincil sermaye piyasası düzenlemelerine uygunluğu denetleme görevi de verilmiştir. Günümüzde ise; borsalar çok daha çeşitli kurumsal yönetim sorunlarını ele alabilmek için sahip oldukları düzenleyici rolün kapsamını genişletmektedir. Borsalar kurumsal yönetimin gelişimine katkıda bulunmakta ve söz konusu Kurumsal Yönetim İlkelerinin payları borsada işlem gören şirketlere uygulanmasını teşvik etmektedir. Bu çalışmada, borsaların, payları borsada işlem gören şirketlere iyi bir kurumsal yönetim anlayışını geliştirilmesi ile şirketlere ve yatırım çevrelerine sağladığı pozitif etkileri başlıca yöntemler ile analiz edilerek, etkinin nominal büyüklüğü hakkında bilimsel veri elde edilmesi amaçlanmıştır.

Anahtar Kelimeler: Kurumsal yönetim, Kurumsal Yönetim İlkeleri, borsalar, şirketler

* Makalenin Geliş Tarihi: 26.09.2017, Makalenin Kabul Tarihi: 29.12.2017

** Yrd. Doç. Dr., Beykent Üniversitesi İİBF Uluslararası Ticaret (İngilizce) Bölümü

ABSTRACT

Corporate Governance: Role of the Stock Exchanges and Impacts on the Investment Environment

In the past, the regulatory function of the stock markets in line with corporate governance has been mostly confined to notify rules and clarify the existing framework from different directions. Standard-setting role of the stock markets were met through setting the quotation, public disclosure statements and delisting requirements. On the executive front, stock exchanges share their regulatory functions with capital market supervisory authorities. In addition to inspection of the rules they have set, compliance with legislation and stock exchange regulations are given as a secondary capital market supervisory task to the stock exchanges. Today, however; exchanges have much more diverse regulatory role that they have to deal with including the corporate governance issues. Exchanges contribute to the improvement of corporate governance principles and also to the promotion of these principles to the listed companies. With this study, it is aimed to gather scientific data about the positive impacts of good corporate governance encouraged by stock exchanges to its listed companies and the investment community through analyzing the main methods about the nominal size of this impact.

Keywords: *Corporate governance, Corporate governance principles, Stock exchanges, Companies, Capital markets*

GİRİŞ

Kurumsal yönetime ilişkin olarak farklı kurumlar ve araştırmacılar tarafından oluşturulan ve birbiri ile benzeşen bazı tanımlar olsa da, kurumsal yönetimin somut tanımının gelecekte şekillenmeye devam edeceği düşünülmektedir. (Gürbüz ve Ergincan, 2004, 5) Bu yüzden kurumsal yönetim bir bütünsel yaklaşım olarak görülmelidir. Kurumsal yönetim; etik kurallar, toplam kalite yaklaşımı, iyi ahlak kuralları, dürüstlük, kanunlara uyma, çevrenin korunması gibi hususlar içermektedir. Bir kurumun en üstün verimde çalışarak başarılı olmasını hedefleyen bu yaklaşımlar Kurumsal Yönetim İlkeleri başlığı altında toplanır. Kurumsal Yönetim İlkeleri olmadan, ne tam kalite anlayışı, ne iyi ahlak yaklaşımı, ne de çevreye duyarlılık münferit olarak bir şirketi başarılı kılmaya yetmez. Kurumsal Yönetim İlkeleri sayesinde ulaşılan başarı, bir şirketin sadece bugün değil gelecekte de tüm hissedarlar ve çıkar sahiplerinin memnuniyetini sağla-

yacaktır.

Bu kapsamda, sermaye piyasalarının ana aktörlerinden olan borsalar, kurumsal yönetimin şirketlere sağladığı başarı zeminini teşvik etmek amacıyla kendilerini kurumsal yönetim ile ilgili düzenlemeler üzerinde sözü geçen kurumlar arasında olmak için çok sayıda ilave gerekçe ileri sürmüştür. Esas itibarıyla, şeffaflığın arttırılması, yasa dışı ve kural dışı uygulamaların caydırılması yoluyla borsalar kendi itibar sermayelerini kendileri oluşturabilmektedir. Borsalar genellikle kurumsal yönetim konusunu kar sağlamak amacıyla, borsaların ek gelir elde etme çabası ile standartları düşürme eğilimine girebileceği bakış açısıyla ele almaktadır. Özellikle borsalarda son dönemlerde yaşanan şirketleşme süreçlerinin ardından, bu tartışma borsaların düzenleyici rollerini savunmada kullandıkları argümanlar arasında giderek daha fazla önem kazanan bir yapıtaşına haline gelmiştir.

Borsaların düzenleyici fonksiyonu mevcut bir yasal çerçeve kapsamında yerine getirilmektedir. Borsaların düzenlemeler getirme ve bu düzenlemeleri uygulama gücü, ilgili piyasa düzenleyicilerin yetkisi ve kanunların yürürlüğe koyma sorumluluğuna sahip yasama/yürütme mercilerinin yetkisi ile sınırlanmaktadır. Genellikle borsaların “düzenleyici rolü” olarak ifade edilen kavram çoğunlukla, kısmen sermaye piyasası düzenleyicileri adına uygulaması için borsalara devredilmiş bir yetkidir. Sonuç olarak, borsaların kural koyma yetkisi ve “ihraççı seçimi” yaratma olasılığı, uygulamada görüldüğünden daha da sınırlıdır. İhraççı seçimi kavramı, şirketlerin tabi olacakları sermaye piyasası düzenlemeleri rejimini seçebilmeleri anlamına gelmektedir.

İlgili kanunlarda veya düzenlemelerde, payları borsada işlem gören şirketlerdeki Kurumsal Yönetim ilkelerinin daha önceden ne ölçüde ele alındığına bağlı olarak; borsanın düzenleyici rolü bu bağlamda yalnızca tamamlayıcı olabilir. Örneğin, çoğunlukla ulusal sermaye piyasaları kanunları ve uluslararası uyumlaştırma girişimleri (özellikle AB İzahname Direktifi) kapsamında oluşturulan izahname yayımlama kuralları; borsaların standart oluşturma yetkisinin kapsamını daha da sınırlayıcı bir etkiye sahip olabilir. Borsaların düzenleme yayımlama yetkisiyle donatıldığı yönetimlerde dahi; söz konusu düzenleme yayımlama yetkisi başka bir düzenleyici kurumun onayına tabi olabilir; örneğin ABD’de borsa

kurallarında yapılacak değişiklik önerileri SEC (Securities and Exchange Commission: ABD Menkul Kıymetler ve Borsalar Komisyonu) tarafından verilmek zorundadır.

İhraççı seçimi kavramı ise, şirketlerin tabi olacakları sermaye piyasası düzenlemeleri rejimini seçebilmeleri anlamına gelmektedir. Choi ve Guzman tarafından, ihraççı seçimi oluşturulmasına ilişkin özel öneriler ileri sürülmüştür. (Choi ve Guzman, 1998, 903–953) Kuzey Amerika’da, borsaların düzenleyici fonksiyonlarından bazıları hükümet dışı düzenleme kurumlarına (ABD’de FINRA5, Kanada’da IIROC6) devredilirken, özellikle kotasyon ile ilgili fonksiyonlar olmak üzere bazı diğer fonksiyonlar borsalar tarafından devam ettirilmektedir. Avrupa’da ise, bazı durumlarda ulusal mevzuata ve çoğunlukla AB mevzuatına göre gerçekleştirilen ihraççı düzenlemelerinde kontrol yetkisine sahip kurum borsalar değil, sermaye piyasası düzenleme kurumlarıdır. Bunun yanında, bu eğilimden önemli ölçüde farklılık göstererek, İsviçre Borsası (SWX), İsviçre sermaye piyasası için kotasyon kurumu olarak değerlendirilmektedir.

Diğer birçok ülkede şirket paylarının borsada işlem görmesine ilişkin sorumluluk borsa ile sermaye piyasası düzenleyicileri arasında paylaşılmaktadır. Fransa’da, örneğin, piyasadaki finansal araçların kabul edilmesine ilişkin karar alma yetkisi Paris Euronext Yönetim Kuruluna aitken; söz konusu kurul ilgili kararlarda L’Autorité des Marchés Financiers – Finansal Piyasalar Kurumuna danışarak halka arz öncesinde görüş istemektedir. Daha kapsamlı öz denetimlerin, başka ifadelerle kendi kendini denetlemenin var olduğu yönetimlerde, kotasyon yetkisinin borsalara devredilmesi eğilimi söz konusudur. (Cain, 2003,619) Örneğin, Amerika Birleşik Devletlerinde, belirli bir ihraççının borsada işlem görmesine ilişkin karar borsa tarafından verilir. Ayrıca, ihraççı payları borsada işlem gören şirketlere uygulanan tüm SEC (ABD Menkul Kıymetler ve Borsalar Komisyonu) gerekliliklerini yerine getirmek zorundadır.

Kamuoyunu aydınlatma açıklamaları yapılmasına ilişkin gerekliliklerin denetlenmesi de aynı şekilde yalnızca borsaların yetki alanı kapsamında değildir. En azından kamuoyu açıklamalarının bazı konularda (devir veya muhasebe standartları gibi) borsa kurallarına değil; yasama veya düzenleme kurumu kurallarına ve sermaye piyasası kanunlarına tabi olduğu dikkate alınır; borsalar kurallara riayet edilmemesi halinde yaptırım

uygulanma açısından çok küçük bir role sahip olabilir. Çoğu zaman, yaptırım fonksiyonunda borsaların üstlendiği sorumluluk; piyasa gelişmelerini denetleme ve bazı vakaları sermaye piyasası düzenleme kurumlarının dikkatine sunma yetkilerinden kaynaklanmaktadır. Dolayısıyla, borsalar yolsuzluğun ve diğer kötü uygulamaların önlenmesine önemli bir katkıda bulunabilmektedir. Borsalar ayrıca, sermaye piyasası düzenleyici kurumları ile gerçekleştirdikleri mutabakat zabıtları ve ikili anlaşmalar aracılığıyla veya benzer kanuni ve düzenleme yükümlülüklerine bağlı olarak, genellikle piyasa bütünlüğü veya kamuyu aydınlatma kuralları ile ilgili ihlalleri bildirmekle yükümlüdür.

Diğer taraftan, borsalarda yaşanan özelleşme ve/veya şirketleşme süreçleri boyunca, borsaların standartları bağımsız bir şekilde belirleme veya uygulama yeteneği yoğun olarak tartışılmıştır. Borsaların düzenleyici fonksiyonunu koruyabilmek için çeşitli tedbirler alınmış; alınan bu tedbirler ile borsaların uygun teşviklere, kontrollere ve denetlemelere tabi olması amaçlanmıştır. Akademik yazın; özelleşme ve/veya şirketleşme süreci sonrasında, bir borsadaki “düzenleyici birimin” kar amaçlı bir varlığın bütçesi ile finanse edilebileceğine işaret ederek; bu tür düzenlemelerin etkinliğine ilişkin çeşitli sorular gündeme getirmiştir. Bu durumda, düzenleyici birimin bütçesi hem bağımsız hem de yeterli büyüklükte olmadıkça; söz konusu kurumun inceleyebileceği vaka sayısı tartışmaya yol açacak ölçüde yetersiz olabilecektir. (Brown, 2008) Bu nedenle, kamuoyu tartışmalarında borsa gruplarının bir parçası olan düzenleyici birimlerinin daha da yalıtılmış hale getirilmesinin önemi tekrar tekrar vurgulanmaktadır. Bu anlamda, çeşitli büyük Amerikan borsaları ile imzaladıkları sözleşmeler kapsamında piyasa düzenleme görevini yürüten FINRA gibi kurumlar bazıları tarafından iyi uygulama örnekleri olarak gösterilmektedir. Borsalarda yaşanan özelleşme ve/veya şirketleşme süreçleri sonrasında, düzenleyici fonksiyonun, güçler ayrılığı yoluyla veya tamamen dış kaynak kullanımıyla borsalardan ayrılması da bu düzenleyici güçlerin mevcut düzenleme/mevzuatlarla sınırlanması (ve bazı durumlarda diğer düzenleyici kurumların onayına tabi olması) ile birleştiginde; borsaların düzenleyici fonksiyonunun oldukça sınırlı bir çerçevede kalmasına yol açmıştır.

1. KURUMSAL YÖNETİM İLKELERİ

Bir şirkette ya da bir grupta ya da bir ekonomide etkin bir kurumsal yönetim sisteminin var olması, piyasanın yönlendirdiği ekonomilerde paydaşlara güven vermektedir. Kurumsal yönetim; şirket yönetimi, yönetim kurulu, pay sahipleri ve diğer hissedarların birbirleriyle iletişimini öngörmekte ve aynı zamanda, şirket hedeflerinin gerçekleştirilmesini sağlayacak ve denetleme performansını tayin edecek bir yapı sağlamaktadır.

Yönetim, zaman içerisinde değişen ve gelişen bir kavramdır ve dinamik ekonomik ortam ve iş dünyasına uyum sağlamak için sürekli küçük ayarlamalara ilave olarak düzenlemeler yapılması gerekmektedir. Düzenleme sürekli dışarıdan dayatılırken kurumsal yönetim içe dönük bir süreçtir ve daha çok bir kendi kendini düzenleme niteliğindedir; bu ise düzenlemelerde benimsenen ilkelere ve koyulan kurallara titizlikle bağlı kalınmasını sağlamaktadır. Hem yasal düzenleme hem de etkin kurumsal yönetim birbirini tamamlamak zorundadır. Etkin bir yasal düzenleme kurumsal yönetimi artırır ve etkin bir kurumsal yönetim yasal düzenlemedeki hedeflerin, minimum müdahale ile gerçekleştirilmesini sağlamaktadır.

Modern ekonomik düzende servetin oluşturulması büyük bir ölçekte şirketler tarafından yapılmaktadır. Son yirmi yıllık süreç içinde planlı kumanda ekonomisi düzeninin büyük ölçüde ortadan kalkmasıyla, bu olgu daha da pekişmiştir. Bu nedenle toplumların refah düzeyinin iyileştirilmesinde **şirketlerle** alakalı yasal düzenlemelerin yeniden yapılandırılması ve hizmet verdikleri ortamın iyileştirilmesi önem taşımaktadır.

Bu bağlamda, “kurumsal yönetim” olarak adlandırılan yönetim şekli; **şirketlerle** ilgili yasal, yönetsel ve çevre koşulları kapsayan bir kavram olarak **önem kazanmaya** başlamıştır. Kurumsal yönetimin önemi küreselleşme, sermaye hareketlerinin liberalizasyonu, özelleştirme ve sermaye piyasalarının gelişimine paralel olarak hem kurumsal hem de bireysel yatırımcı tabanının genişlemesi gibi faktörlerle de iyice artmıştır. Kurumsal yönetim aslında, **şirketlerin** faaliyet gösterdiği tüm çevresel koşulların (makroekonomik politikalar, rekabet koşulları, yasal ve kurumsal düzen vb.) bir alt bölümdür. Kavram olarak her ne kadar **şirketlerin yönetimi, ortakları ve diğer paydaşlar arasındaki ilişkiler üzerinde**

odaklansa da, bu ilişkiler aracılığıyla şirketlerin amaçlarının, bu amaçları gerçekleştirmede kullanacak araçların ve performans ölçümünün belirlendiği yapıyı da ortaya koymaktadır.

Kurumsal yönetim finansman olanaklarının ve yatırım kararlarını da önemli ölçüde etkilemektedir. Şirketlerin ve ülkelerin uluslararası sermaye hareketlerinden, özellikle uzun vadeli sabit sermaye yatırımlarından yeterince pay alabilmelerinde Kurumsal Yönetim İlkeleri önemli rol oynamaktadır. Bu ilkeler aynı zamanda yerli ve yabancı yatırımcıların güveninin artırılması, sermaye maliyetlerinin düşürülmesi ve daha istikrarlı finansman kaynaklarının sağlanması açısından da önem taşımaktadır.

1992 yılında Birleşik Krallık 'ta yürürlüğe giren yenilikçi Cadbury Yasasının ardından, ulusal Kurumsal Yönetim İlkeleri hızla çoğalmıştır. 2004 yılında; tüm dünyadaki Kurumsal Yönetim İlkeleri sayısının 50'nin üzerinde olduğu tahmin edilmiştir (McKinsey and Co. Ve NY City Economic Development Corporation, 2008, 8) ayrıca bu rakam birçok yükselen piyasada yeni kanunların kabul edilmesiyle birlikte önemli ölçüde artış göstermiştir. Basel Bankacılık Denetim Komitesi (BCBS) 2006 kurumsal yönetim rehberi üzerinde yeniden çalışmış ve 2010 yılı Ekim ayında "Kurumsal Yönetimin İyileştirilmesine Yönelik İlkeleri" yayımlamıştır.

Bu çerçevede, borsalar, kontrolü tamamen ellerinde bulundurmakla birlikte – bazı durumlarda sermaye piyasası düzenleyicileri ve yatırımcı örgütleri ile birlikte – kısa bir sürede, kurumsal yönetim kanunlarının ve tavsiye kararlarının hazırlanmasında kilit rol oynamaya başlamıştır. Bütün bu gelişmeler, gelişen yenedünya düzeninde kurumsal yönetimin geliştirilmesinin öneminin giderek artacağını göstermektedir. Sermaye piyasasının sağlıklı işleyişi, Kurumsal Yönetim İlkelerinin tüm borsa şirketlerinde tam olarak uygulanmasına bağlıdır.

Borsalar tarafından gerekli görülen Kurumsal Yönetim İlkelerine uyum konusu değişiklik göstermektedir. Günümüze kadar birçok yönetim kanunu "yerine getir veya açıklama yap" (Comply or Explain- CoE) yaklaşımını uygulamaktadır; bu yaklaşım kapsamında borsalarda işlem gören şirketler kanun kapsamındaki hususları göz ardı edebilmekte ancak bu durumda sergiledikleri bu tutumu gerekçeleriyle birlikte açıklamak zorunda kalmaktadır. CoE yaklaşımına alternatif olarak uygulanan başka

bir yaklaşım da ulusal kanunlarda yer alan hususlara ilişkin şirketlerin kurumsal yönetim düzenlemelerini tam olarak ifşa etmeleri gerekliliğidir. Avrupa Birliği ülkelerinde ise, üye ülkelerin ulusal düzenleyici çerçevelerine dâhil edilmiş olan Direktif 46'nın 2006 yılında kabul edilmesiyle, CoE yaklaşımının benimsenmesi kolaylaşmıştır. CoE ilkesi ile işleyen piyasalarda, şirketlerce yapılan kamuoyu açıklamalarının anlamlı bir uygulama olarak kalabilmesi ve yalnızca kutucukların işaretlendiği rutin bir uygulamaya dönüşmemesini sağlamak borsaların üstlendiği başlıca roldür. Direktif 46, menkul kıymetleri, düzenlenmiş bir piyasada işlem gören bir şirketin yıllık raporunda kurumsal yönetim bildirimini dahil edilmesi gerektiğini öngörür. Bir şirket belirli bir kurumsal yönetim kanununu ihlal ederse; ilgili kurumsal yönetim kanunlarının hangi bölümlerine riayet edilmediği ve hangi gerekçelerle riayet edilmediği izah edilmelidir.

CoE yaklaşımı bilgilendirme ve uygulama düzeyleri bakımından çok sayıda değişik uygulamaya olanak tanımaktadır. Örneğin payları borsada işlem gören bir şirketin tavsiye kararlarına tek tek riayet ettiğini göstermesi istenebildiği gibi söz konusu şirketin kanuna genel anlamda riayet ettiğini göstermesi de istenebilmektedir. (Financial Services Authority, 2008) Uygulama açısından ise borsaların veya diğer düzenleyicilerin yeterli düzeyde kamuoyu açıklaması yapmayan şirketleri takip etme yeteneği de çeşitlilik göstermektedir. Birçok durumda, CoE kuralları bir takım düzenleyici yaptırımlara tabi olmakta; hatta söz konusu şirketler büyük ölçüde hissedarları tarafından gerçekleştirilecek bir yaptırıma da tabi olabilmekte veya uygulama kısmen piyasa güçlerine de bırakılabilmektedir. Örneğin, Hollanda'da, payları borsada işlem gören şirketlerin CoE ilkesi temelinde her yıl kamuoyu açıklaması yapması zorunlu olmakla birlikte, "esasa ilişkin kurallara" bağlı kalınması hususunda yaptırım uygulanması ve bu kuralın ihlali halinde kurulların "yeterli ölçüde açıklama" yaptığını ilişkin karar verilmesi şirket hissedarlarına bağlıdır. Sermaye piyasası düzenleyicileri şeffaflık ilkesine ilişkin yaptırımda bulunmakta ve açıklamaların tutarlılığını denetlemektedir. Birçok durumda, borsalar şirketlerin kurallara riayet edip etmediğinin denetlenmesi sürecine bir şekilde dahil olmaktadır, ancak yine de yaptırımda bulunma yetenekleri kanunların sağladığı hukuki temel ve ulusal sermaye piyasası düzenlemeleri çerçevesinde değişiklik göstermektedir.

2. BORSADA İŞLEM GÖRME VE KAMUOYU AYDINLATMA GEREKLİLİKLERİ

Borsaların kurallara uyulmasını dayatmada sahip olduğu en açık ve net güç; borsada işlem görme gerekliliklerine de dâhil edilen kotasyon standartlarıyla ilgilidir. Örneğin, Avustralya modelinde, yalnızca kanunda yer alan ve kotasyon kurallarının da bir bölümünü oluşturan bu tavsiyeler Avustralya Borsası ASX tarafından düzenli olarak denetlenmekte ve yaptırıma tabi olmaktadır; öte yandan diğer tavsiyeler CoE ilkesi temelinde izlenmektedir. Diğer yandan, Euronext Paris'te, ilgili yönetim ilkeleri kotasyon kurallarına dâhil edilmediği ve bu tavsiyeler herhangi bir hukuki statüye sahip olmadığından, yaptırımda bulunmak için benzer yetkilerle donatılmamıştır.

Birçok yönetim tavsiyesi, sözleşmeden doğan ve bağlayıcılığı olmayan nispeten yumuşak kurallar niteliğinde olduğundan, söz konusu yönetim gerekliliklerinin ihlali ile ilgili olarak borsaların uygulayabileceği cezai tedbirler birçok durumda sınırlıdır. Önemli ve süreklilik arz eden ihاللer halinde ise, borsanın verebileceği tepki söz konusu ihlal durumunu uygun sermaye piyasası düzenleyicilerine iletme olacaktır. Kısa vadede, borsaların, herhangi bir şirketin kurumsal yönetim alanındaki iyi uygulama örneklerine bağlılığından endişe duyduğunu kamuoyuna açıklama seçeneği vardır. Söz konusu açıklamanın ardından, yatırımcının yapacağı durum değerlendirmesi fiyatlandırma mekanizması aracılığıyla ilgili şirkete yansıtılabilecektir.

Kotasyon standartlarının doğrudan yönetim sorunlarını ele alması mümkündür; ancak söz konusu standartlar kurumsal yönetim meseleleri ile ilgili hususlar içermiyor da olabilir; diğer yandan geçerli olan Kurumsal Yönetim İlkelerine riayet edilmesi hususu münferit kotasyon anlaşmalarına dâhil edilebilir. Bazı ülkelerde, kotasyon standartları Kurumsal Yönetim ilkeleri unsurları içerebilmektedir. Diğerlerinde, Kurumsal Yönetim İlkelerine ilaveten, kotasyon gerekliliklerinin bir parçası olarak ek yönetim standartları da uygulanabilmektedir. Örneğin, NYSE ve NASDAQ OMX piyasasında, payları borsada işlem gören şirketlere yönelik kurumsal yönetim gereklilikleri aynı zamanda ihraççıların kotasyon standartlarına da dâhil edilmektedir. Çoğunlukla, borsalar, halka arz ve/veya halka açıklık oranları ile ilgili minimum nicel tedbirler uygulamaktadır.

Bazı borsaların bu gereklilikleri uygulamada bir dereceye kadar takdir yetkisi kullanabilmektedir. Piyasaya ihraççı çekme açısından giderek yoğunlaşan bir rekabet ortamı ile karşı karşıya kalan borsalar, çoğu kez, muhtemel ihraççılara kotasyon standartlarının uygulanmasında takdir kullanmaktadır. Örneğin, NASDAQ OMX, kotasyon yetkilerini gerekliliklerinin korumayı amaçladığı hedeflerden ödün verilmemesi veya söz konusu gerekliliklerin başka bir şekilde yerine getirilebilmesinin mümkün olması şartıyla; bir şirketin tüm kotasyon gerekliliklerini karşılayamamasına rağmen kote olmasını onaylama yetkisini saklı tuttuğunu açıkça ifade etmektedir. Bu sebepten dolayı NASDAQ OMX ve benzer uygulamaları benimseyen çok sayıda borsa eleştirilerin hedefi olmuştur.

3. KURUMSAL YÖNETİME İLİŞKİN ATILAN DİĞER ADIMLAR

Payları borsada işlem gören şirketlere yönelik kurumsal yönetim tasarımına katkıda bulunmak adına, borsalar şirketlerin daha yüksek kurumsal yönetim standartlarını gerçekleştirmeleri için teşvik sağlama konusunda aktif bir rol oynamaktadır. Yüksek seviyeli yönetim modelis yaratmanın yanı sıra, borsalar aynı zamanda işlem gören şirketlerin sermaye gereksinimlerini hafifletmek amacıyla, belirli düzey veya bölümleri hedef alan standartların farklılaştırılması yoluna gitmiştir. Örneğin, Londra Borsası (LSE); gelişmekte olan şirketler ve KOBİ'ler için oluşturulan AIM piyasasında işlem gören şirketleri ilgili Kurumsal Yönetim İlkeleri ve FSA Kotasyon Kurumu Kurallarından muaf tutarken, ana piyasada işlem gören şirketler ise söz konusu Kurallara "uygula veya açıkla" (CoE) ilkesi temelinde riayet etmek zorunda bırakılmıştır. Diğer yandan, bu yaklaşım bazı kesimlerce, yönetim standartlarının alt düzeylerde veya genel anlamda, piyasada gevşetildiği şeklinde yorumlanmıştır.

Bazı borsalar, Kurumsal Yönetim İlkelerinin hazırlanması sürecinde ön saflarda olmalarının yanı sıra bir değer olarak iyi kurumsal yönetime ilişkin farkındalığın arttırılması sürecine de aktif olarak katılmaktadır. Örneğin, 2008 yılında Varşova Borsası, iyi yönetim uygulamaları ve yakın zamanda değişiklikler yapılmış olan Payları Borsada İşlem Gören Şirketler için İyi Uygulamalar Kanununa ilişkin farkındalığı arttırmak amacıyla eğitim toplantıları düzenlenmesi ve başka eğitim projeleri organize edil-

mesi için tüm ülkeden katılımcıların yer aldığı bir eğitim ortaklığı grubu kurmuştur.

Son olarak, borsalararası ortaklıklar ve artan işbirliği Kurumsal Yönetim standartlarının tüm dünyada iyileşmesi için çaba sarf etmektedir. Borsaların ulusal ve uluslararası ortaklıkları ve çifte kotasyon çekme girişimleri aracılığıyla, borsalar aynı zamanda iyi yönetim standartlarının tüm dünyada yaygınlaşmasına yardımcı olmaktadır. Örneğin, NASDAQ OMX, bölgedeki deneyimlerini paylaşarak, Doğu Avrupa ve Orta Doğu'daki borsalara yerel piyasalarında şeffaflığı ve kamuyu aydınlatma süreçlerini nasıl iyileştireceklerine ilişkin danışmanlık sağlamaktadır. Bu gibi girişimlerin düzenlemeler açısından bir uyumlaşma sağlayabileceği tartışılabilir olsa da; gelişmekte olan piyasalardaki yönetim standartlarında potansiyel bir iyileşme sağlayabileceği açıktır.

SONUÇ

Şirketlerin yönetimi, yönetim denetimi ve verimine odaklanan kurumsal yönetim, genel anlamda şirketin hissedarları ile yönetimi arasındaki ilişkiler düzenini oluşturmaktadır. Özellikle son dönemde yaşanan 2008 finansal krizinin en önemli nedenlerinden birinin, şirketlerdeki Kurumsal Yönetim Politikalarının eksik ya da yetersiz uygulandığı düşüncesi; kurumsal yönetim kavramının önemini bir kez daha pekiştirmiştir.

Sermaye piyasası, ekonominin can damarı reel sektörü destekleyen ve özel şirketlere finansman sağlayan konumuyla kurumsal yönetim alanında oldukça etkin bir role sahiptir. Borsaların bu alandaki etkisi ise dolaylı olmakla birlikte, gerek yatırımcılara, gerek şirketlere hitap eden konumuyla etki gücü yüksektir. Borsalar öz-düzenleyici rolleri sayesinde belirli konularda uygulamalar geliştirme ve düzenleme yapma yetkisine sahiptir. Bu bağlamda, borsaların kurumsal yönetim çalışmaları kapsamında daha fazla rol aldığı ve giderek daha fazla borsanın bu konuya ilişkin projeler geliştirdiği, bu çerçevede yatırımcılara ürün ve hizmet sağlamak amacıyla çalışmalar yürüttüğü görülmektedir.

KAYNAKÇA

- Borsa Istanbul, (2016, November). BIST STOCK INDICES GROUND RULES, Retrieved from <http://www.borsaistanbul.com/docs/default-source/endeksler/bist-stock-indices-ground-rules.pdf?sfvrsn=14>.
- CAIN, Karessa, (2003). "New Efforts to Strengthen Corporate Governance: Why Use SRO Listing Standards?" *Columbia Business Review*, p. 619.
- CHOI, S. J., and A. T. Guzman, (1998). "Portable Reciprocity: Rethinking the International Reach of Securities Regulation." *Southern California Law Review* 71 (5) (July).
- DANIEL, K. and TITMAN, S., (1997). 'Evidence on the cross-sectional variation in stock returns', *Journal of Finance*, Vol. 52, pp. 1-33.
- GÜRBÜZ A.O. ; ERGİNCAN Y., (2004). Kurumsal Yönetim: Türkiye'deki Durumu ve Geliştirilmesine Yönelik Öneriler, 1.Basım, Literatür Yayıncılık, İstanbul.
- FINANCIAL SERVICES AUTHORITY, (2008). "A Review of the Structure of the Listing Regime", Discussion Paper.
- LEFTWICH, R., WATTS, R., & ZIMMERMAN, J. (1981). Voluntary corporate disclosure: the case of interim reporting. *Journal of Accounting Research*, Supplement to Vol.19, 50-77.
- MCKINSEY and Co. and NY City Economic Development Corporation (2007). "Sustaining New York's and the US' Global Financial Services Leadership".
- ROMANO, Roberta, (2001). "The Need for Competition in International Securities Regulation", John M. Olin Center for Studies in Law, Economics, and Public Policy Working Papers. Paper 258.
- VANCE, S. G., (1975). "Are Socially Responsible Corporations Good Investment Risks?", *Management Review*, Vol.64/8, pp.18-24.
- WADDOCK, S., S.Graves, (1997). "The Corporate Social Performance-Financial Performance Link", *Strategy Management Journal*, Vol.18/4, pp.303-319.