

---

## YÖNETİŞİM VE KÜRESEL REKABET

*Melsa Ararat*  
Sabancı Üniversitesi

*B. Burçin Yurtoğlu*  
Universität Wien

### ÖZET

Bu makale yönetim sistemleri ve ülkelerin ekonomik performansı arasındaki ilişki konusunda yapılan araştırmaların bir sentezini oluşturmaya çalışmaktadır. Makalede yönetim sistemlerinin çerçevesinin belirlenmesinde önemli rol oynadıkları düşünülen sahiplik yapıları, yönetim kurulları ve hukuk sistemleri incelenmekte ve bu yapılardan bazılarının makro- ve mikroekonomik performansa önemli etkileri olduğu vurgulanmaktadır. Bunu yaparken mal piyasalarındaki rekabet düzeyinin yönetim yapılarına etkisi de ele alınmaktadır. Makalenin son kısmında yönetim yapılarının yakınsaması hakkında muhtemel senaryolar değerlendirilmektedir.

**Anahtar Sözcükler:** Yönetişim, rekabet, mülkiyet yapıları, hukuk sistemleri, yakınsama

## CORPORATE GOVERNANCE AND GLOBAL COMPETITION

### ABSTRACT

This survey provides an overview of the current state of knowledge on the question of whether corporate governance structures worldwide are determinants of differences in economic performance between countries. We look at the identities of owners, monitoring boards, and legal systems and argue that some though not all corporate governance structures give rise to differences in performance. We also look at the impact of the degree of competition in product markets on governance structures. The paper ends with a tentative outlook as to the prospects of corporate governance structures converging worldwide.

**Keywords:** Corporate governance, competition, ownership structure, legal systems, convergence

Günümüzün en önemli konularından birisi yoksul ve gelişmiş ülkeler arasındaki gelir dağılımı dengesizliğini azaltmak ve yoksulluğu yok etmektir. Bunu sağlamanın bir yolunun ekonomik büyüme olduğu konusunda en azından ekonomistler arasında bir mutabakat olduğu söylenebilir (Levine 1997, World Bank 2001). Diğer yandan bu dengesizliğin boyutları ve küresel

ekonomik ve politik benzeşme s¼reci gelişmekte olan ¼lkelerin gerek duyduğu ekonomik b¼y¼menin kamu kaynakları ile sağlanmasını olanaksızlaştırmıştır. Dolayısıyla uluslararası ¼zel sermayenin daha yoksul ¼lkelere kaymasını sağlamak k¼resel ekonomik g¼ndemin ve aynı zamanda k¼resel kurumsal y¼netim (bundan sonra y¼netiřim) hareketinin temel amaçlarından birisi olmuştur.<sup>1</sup>

D¼nya ekonomilerinin hızlanarak artan entegrasyonu yalnız mal ve fakt¼r piyasasındaki rekabeti değil, finansal sermayeyi ¼ekme konusundaki rekabeti de k¼reselleřtirmiřtir. Bu gelişmelerin doğal bir sonucu olarak ulusal kurumlar bu s¼reci kendi ¼ıkarları doğrultusunda etkilemek ¼zere politikalar geliştirmeye y¼nelmiřlerdir (Porter, 1990). Rekabet g¼c¼n¼ belirleyen ana unsurlar ¼ncelik sırası farklı yazarlara g¼re değişse de finans ve beşeri yeteneklerdir (human talent). Bir ¼lkedeki y¼netiřim sisteminin o ¼lkeye rekabet avantajı sağlaması i¼in finansman kaynaklarını ¼ekecek g¼ven ortamını sağlaması gerekir. Bu ise yatırımcı haklarının ve genel olarak m¼lkiyet haklarının toplumun t¼m kesimleri i¼in korunduğu bir kurumsal altyapı gerektirir (Acemoğlu ve Johnson, 2003). Bir ¼lkenin y¼netiřim sistemine duyulan g¼ven o ¼lke şirketlerinin daha geniş bir yatırımcı talebiyle karşılaşmalarını ve bu yolla daha d¼ř¼k sermaye maliyetleriyle ¼alıřabilmelerini sağlar.

Y¼netiřim *sistemi* bir ¼lke ¼zelinde o ¼lkedeki şirketlerin sevk ve kontrol¼nde kullanılan g¼ç ve yetkilerin dağılımlarını belirleyen kurumların b¼t¼n¼nden oluşur. Diğer bir deyişle y¼netiřim başlığı altında şirketlerin m¼lkiyet yapılarını, kaynakların kullanımı ile ilgili karar alma ve denetleme mekanizmalarını, şirketlerle ilgili bilgilerin denetimi ve paylaşımını, karın ve şirketin sağlayabileceği diğer faydaların şirket paydaşları arasındaki dağılımlarını belirleyen kurumların (yasalar, d¼zenlemeler, değerler-davranış normları ve diğer formel ve formel olmayan kurumlar) oluşturduğu ¼erçeve incelenmektedir. Bu a¼ıdan bakıldığında y¼netiřim sistemi ve rekabet g¼c¼ (performans) arasındaki ilişkinin karmaşık bir nedensellik g¼stereceđi a¼ıktır (Cornelius ve Kogut, 2003)

¼kinci olarak finansman kaynaklarının rekabet sahnesine yeni girecek şirketlere de y¼nelme se¼eneđinin olması inovasyon ve yenilik¼iliđe dayanan rekabeti teşvik eder ve dolayısıyla bir b¼t¼n olarak ¼lkenin rekabet¼iliđini olumlu etkiler. Diğer yandan iyi y¼netiřim uygulamaları karar alma yetkilerinin o kararı alma yetkinliğine ve yeteneğine sahip kişi ve organlara

---

<sup>1</sup> Bu makalede y¼netiřim kavramı y¼netiřim sistemi (rejimi/¼erçevesi) anlamında kullanılmaktadır.

verilmesini, yetki verilenlerin denetlenmesini ve kendilerinden hesap sorulmasını sağlayarak şirket yönetimini etkinleştirir.<sup>2</sup>

Üçüncü olarak etkin yönetim sistemlerinin bir başka olumlu etkisi de finansal istikrarı güçlendirmeleri ve risk primini azaltmalarındır. Bu etki sermaye piyasalarının şirket performansını gözlemlemesi ve bu yolla dışsal bir disiplin mekanizması oluşturması yoluyla olur.

Bu makalenin amacı özellikle gelişen ülkelerde sürmekte olan yönetim reformlarının kalıcılığının ve etkilerinin rekabet ortamının gelişmesi ile artacağı hususuna dikkati çekmek ve her iki alandaki reformların eşgüdümlü olmasının faydalarını vurgulamaktır. Türkiye'nin 1980'den beri içinde olduğu değişim, gerek Avrupa Birliği(AB)'ne üyelik perspektifi gerekse dünya piyasalarına eklenme süreciyle ivme kazanmıştır. Birbiriyle etkileşim içinde gelişen bu iki süreç sadece ekonomik değil, politik ve sosyal alanlarda da çeşitli şekillerde "yönetişim" kavramıyla sıkı sıkıya bağlantılıdır. Makale şirketlere yönelik "yönetişim" kavramını ekonomi, hukuk ve finans yazınları perspektifinden ele almakta ve bu alanlarda yapılan çalışmaların gerek gelişmiş ülkeler gerekse gelişmekte olan ülkeler ve Türkiye açısından bir sentezini oluşturmaya çalışmaktadır.

Temel yaklaşımımız rekabet gücü ve kurumsal yönetim arasında kurumsal arka plana bağlı olarak iki yönlü bir ilişkinin var olduğudur. Rekabet gücü kavramıyla bu metinde ifade edilmek istenen, bir şirketin mal piyasasındaki diğer şirketleri rakip olarak algılaması ve onlarla yardımlaşmaya dayanmayan bir şekilde kar maksimizasyonu amaçlaması olgusudur. Bu anlamda şirketin rekabet gücünün artması rakiplerine oranla bazı avantajlara sahip olduğu anlamına gelir. Uluslararası ticaret bağlamına uyarlandığında, rekabet gücü kavramı bir ülke şirketlerinin diğer ülkelerin şirketlerine kıyasla sahip oldukları göreceli avantajların bütününe atıfta bulunur. Bu ikinci anlamıyla rekabet gücüyle yönetim arasında hem birbirini ikame edici hem de tamamlayıcı bir ilişkinin varlığından bahsedilebilir. Ürün ve faktör pazarlarının rekabetçi olmasının şirketleri disipline edici bir etkisi olacağı fikri Alchian (1950) ve Stigler (1958)'den beri sezgisel düzeyde kabul görmüş bir yaklaşımdır. Rekabet, bilhassa uluslararası rekabet, şirket yöneticilerinin israf edebileceği veya tüketebileceği kaynakları azaltarak yönetim yapılarını etkinleştirici bir rol oynar. Rekabet iki kanaldan disipline edici etki gösterir. Bunlardan ilki rekabetin artmasıyla şirket sahiplerinin yöneticiler ve yönetim hakkında daha bütünsel bir bilgiye sahip olma talebi ve vekalet ilişkisini çerçeveleyen kontratların sahipler açısından

<sup>2</sup> Şirketin temel amacının hisse değerinin artması değil şirketin tüm paydaşları için değer yaratması olduğunu/olması gerektiğini savlayan paydaş teorisi yönetim uygulamaları ve etkinlik ilişkisinin araştırılmasında daha verimli bir perspektif sunsa da paydaş teorisinin tutarlılığı ve sağlamlığı tartışıldığı için bu makale kapsamında değinilmemektedir.

daha etkin bir şekilde düzenlenmesi yoluyla ortaya çıkar (Hart, 1983). İkinci kanal ise artan rekabetin şirketlerin iflas etme riskini arttırarak yöneticilerin kendilerine çeki düzen vermesine yol açmasıdır (Schmidt, 1997).

Rekabet ortamının yeterince gelişmediği durumlarda firmalar kendi kendilerini disipline etmeyi seçebilirler ve disiplin mekanizmalarını kamuya açıklayarak rakiplerine oranla finans sağlayıcıların gözünde göreceli bir üstünlük sağlayabilirler. Bu üstünlüğün kaynağında daha fazla bilgi verme yoluyla şirket ve finans sağlayıcılar arasındaki bilgi bakışimsızlığının (information asymmetry) ve daha etkin iç kontrol sistemleri yoluyla yönetsel laçkalığın (managerial slack) azaltılması yatar. Dolayısıyla rekabet ve iyi yönetim finansal kaynakların projeler (şirketler) arasında etkin bir biçimde dağıtılmasında birbirini tamamlar ve kısmen ikame eder.

Dünyada değişik yönetim sistemlerinin var olduğunu ve bunlar arasında birden fazlasının ekonomik sonuçlarının olumlu olduğunu söyleyebiliriz. ABD, İngiltere, Japonya, Almanya farklı ama olumlu ekonomik sonuçlar doğurabilen yönetim sistemlerine sahiptirler. Farklı yönetim sistemleri, farklı yönetim *uygulamaları seçeneklerini* üretir. Her şirkette gücü ve bilgiyi ellerinde tutanlar, şirketin içinde faaliyet gösterdiği sisteme dayanarak, yönetsel yetkinin dağılımı, önemli kararların alınış şekli, yöneticilerin seçimi, kaynakların kullanımı ve karın (veya rantın) dağıtım konusundaki şirket kurallarını bu seçenekler arasından belirler. Tek tek şirketlerin tercihleri o ülkedeki yönetim sisteminden bağımsız olarak düşünülemez ve sistemin genel kalitesinden fazla bir sapma gösteremez. Ekonomi, finans, hukuk ve siyaset bilimi yazını bu konuda mutabakat içinde görünmektedir (Vives, 2000; Tirole, 2001).

Popüler yönetim yazını yönetim sistemleri yerine ağırlıkla yönetim uygulamalarına odaklanmaktadır. Farklı sistemlerde aynı sonuçlara farklı uygulamalarla erişmek mümkün olabilecek iken popüler yazın en iyi uygulamaları (best practices) mutlaklaştırma eğilimindedir. Oysaki yönetim konusunda giderek artan bilgi birikimimiz sistemlerin ve dolayısıyla kurumların önemine işaret etmektedir. Diğer yandan yönetim uygulamalarının aynı sistem içinde faaliyet gösteren şirketlerin göreceli etkinliği ile ilişkisi olduğu şüphe götürmez. Ancak yönetim uygulamaları ve rekabet gücü arasındaki ilişki daha doğrudan olsa bile bu konudaki teorik çerçeve özellikle gelişmekte olan ülkeler açısından henüz yeterince güçlü değildir (Allen ve Gale, 2000).

Geçtiğimiz 20 yıl içinde geniş anlamıyla kurumsal yapılar (institutions) arasındaki farklılıklar ve bunlardan etkilendiği düşünölen iktisadi performans farklılıkları, üzerinde çok durulan bir konu haline geldi. İktisat yazınında ‘yönetişim’ (corporate governance) başlığı altında toplanan dal bu konuya

odaklanmaktadır. Konuya her disiplin farklı açılardan baksa da son birkaç yıl içinde bu başlık altında kurumsal yapılara odaklanan ve iktisat, hukuk, siyaset bilimi ve yönetim bilimlerinin ortak paydası olarak nitelendirilebilecek geniş bir alan oluşmuştur. Bu alan içerisinde ülkelerin hukuk sistemlerinin şirket performansına belirleyici bir etkisi olduğunu savunan, yani 'hukuk ve finans' ilişkisine özel bir önem atfeden bir yazından da söz edebiliriz. Her ne kadar, bir ülkenin yönetim yapıları o ülkenin hukuk sistemi içinde yuvalanmış gibi gözükse de, bu iki alt başlık altında toplanan yazının perspektifleri arasında önemli farklılıklar olduğundan söz edebiliriz. Bu iki alanın farklı ve benzer yanlarını vurgulamak amacıyla, biz yönetim sistemlerini belirleyen kurumsal yapılara odaklanacağız ve bu bölümde farklı ülkelerde gözlemlenen yönetim sistemlerini, bu sistemlerde yer alan aktörlerin amaçları ve yönetim sistemlerinin mikro ve makroekonomik performansa etkilerini ele alacağız. Yönetişim sistemlerini belirleyen faktörler arasında mülkiyet (sahiplik) ve kontrol yapıları başta gelmektedir. Mülkiyet ve kontrol yapıları yöneticilerin şirket sahiplerinin sunduğu sermayeyi israf etmelerini veya öncelikle kendi çıkarlarını gözeterek şekilde kullanmalarını önlemeye yönelik en doğrudan mekanizmalar olmaları sebebiyle önem taşımaktadırlar. Bu çıkar çatışması daha sonra detaylı olarak ele alacağımız gibi yöneticiler ve sermayedarlar arasında ortaya çıkabileceği gibi ana sermayedarlar ve küçük yatırımcılar arasında da gözlemlenmektedir. Yöneticiler (veya ana sermayedarlar) şirket kaynaklarını verimsiz kullanabilirler veya bu kaynakları doğrudan hırsızlık, transfer fiyatlaması veya rayiç üzeri yönetici maaşları gibi yollarla kendi çıkarlarına hizmet edecek şekilde kullanma yoluna gidebilirler. Bu yolla ortaya çıkabilecek değer kayıplarının azaltılabilmesi şirketlerin işleyişi hakkında daha geniş bilgi sahibi olunması ve bunların ortaya çıkmasına müdahale edebilecek yapıların varlığıyla doğrudan ilişkilidir. Bu yönetim sorunlarına bağlı değer kayıpları sadece fiili sermayedarlar için değil, sermayenin beklenen getirisini etkilediği için, potansiyel yatırımcılar için de önem taşımaktadır. Bu nedenle yönetim mekanizmalarının etkin olması finansal kalkınma açısından da belirleyicidir. Bu bağlamda (1) şirketlerin mülkiyet yapıları, (2) şirket sahiplerinin şirket yöneticilerini gözleme ve kontrol etmelerinde belirleyici olan yapı ve düzenekler ve (3) şirket yöneticilerinin disiplin edilmeleri ve/veya görevden uzaklaştırılmalarında önem taşıyan kurumsal yapılar ele alacağımız konular olacaktır. Bu çerçevede Türkiye'nin konumuna da değineceğiz.

## KURUMLAR VE ETKİLERİ

### Mülkiyet ve Kontrol Yapıları

Çizelge 1'de 38 ülkeye ilişkin sahiplik yoğunlaşması ve sahiplerin kimliklerini özetleyen istatistikî bilgiler ülkelerin hukuk sistemlerinin kökenine göre sıralanarak verilmektedir. Bu sınıflandırma ilk olarak LaPorta,

Lopez-De-Silanes, Shleifer ve Vishny'nin (1997, 1998 bundan sonra LLSV) alışmalarında kullanılmış ve yönetişim yazınının gelişiminde çok önemli bir rol oynamıştır. İkinci sütunda bu bilgilerin toplandığı şirket sayısı verilmektedir. Veriler ABD'de 3000'den fazla şirketi içerirken, Arjantin, şili, Yunanistan gibi diğer bazı lkelerde 10'dan daha az şirketi kapsamaktadır. Çizelgenin nc sütununda kimliklerine bakılmaksızın en büyük pay sahiplerinin ortalama sahiplik oranı yer almaktadır. Bu rakamlar sistematik farklılıklara işaret etmektedir. Örneğin, İngiltere rneklemindeki 687 şirkette ortalama en büyük pay yüzde 16 iken, Almanya ve Fransa'da bu oran sırasıyla yüzde 54 ve 49 seviyesindedir. İskandinav Hukuk sisteminde yer alan dört ülke ortalaması yaklaşık olarak yüzde 27 olup İskandinav sistemi Anglosakson sistemiyle Alman ve Fransız sistemleri arasında yer almaktadır. Alman hukuk sistemi içinde yuvalanmış olan Avrupa ve Asya lkeleri arasında önemli farklılıklar da göze çarpmaktadır. Alman hukuk sisteminden gelen Avrupa lkelerinde (Almanya, Avusturya ve İsviçre) yaygın olarak şirket sahiplik yapılarında piramit benzeri sahiplik ilişkileri ne çıkarken, özellikle Japonya'da rastlanan Asya tarzında şirketlerin birbirleriyle karşılıklı sahiplik ilişkileri içinde olduğu ve bankaların bu yapı içinde önemli bir rol oynadığı görülmektedir. Japonya'da rastlanan bu durum bir yandan pay sahiplerinin şirket sermayesine tek başlarına göreceli olarak düşük oranlarda ortak olmasına imkn tanırken, diğer yandan karşılıklı ortaklıklar yoluyla bu sistem içinde de mülkiyet yoğunlaşmasını ve güç dengesini sağlar.

Çizelge 1'in diğer sütunlarında (4-8) en büyük pay sahiplerinin kimliklerine yer verilmiştir. Bu yapılırken, yüzde 10'luk bir oran eşik olarak kabul edilmiştir. Örneğin ABD'nin en büyük 500 şirketine bakıldığında ailelerin bu şirketlerden sadece yüzde 3,42'sinde en büyük pay sahibi olduğu (ve bu payın yüzde 10 oranını aştığı) gözlemlenmektedir (sütun 4). Sütun 5 ve 6, finansal ve finansal olmayan şirketlerin sırasıyla 500 büyük şirketten yüzde 9,2 ve yüzde 6,5'inde yüzde 10'u aşan bir oranla en büyük pay sahipleri olduklarını göstermektedir. Amerikan ilk örneğine uygun olarak devletin sahiplik rolü ihmal edilecek kadar kktr (sütun 7). Yine aynı olguyla tutarlı olarak şirketlerin yüzde 80'inde sermayenin yüzde 10'unu aşan büyüklükte bir pay bulunmamaktadır (sütun 8).

Neredeyse tüm lkelerde finansal şirketler sahiplik yapılarında önemli pay sahibidirler. Bu durum ABD ve İngiltere gibi Anglosakson kökenli lkelerde emeklilik ve yatırım fonlarının oynadığı rolün altını çizerken, diğer lkelerde piramitleşme yoluyla oluşan dolaylı sahiplik yapılarına işaret eder. Finansal olmayan şirketlerin en büyük pay sahibi olarak önemli rol oynadığı ülkeler genellikle Fransız ve Alman hukuk sistemine ait Avrupa ülkelerinden gelmektedir.

**ÇİZELGE 1. Mülkiyet Yoğunluğu ve Sahiplerin Kimlikleri**

(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Ülke	Şirket Sayısı	En Büyük Sahibin Ortalama Payı (%)	Aileler (%)	Finansal Şirketler (%)	Finansal Olmayan Şirketler (%)	Devlet (%)	Yaygın Sahiplik (%)
<b>Anglosakson Hukuk Sistemi (HS)</b>							
ABD	3070	21,89	47,30	25,90	14,60	0,90	11,30
ABD (en büyük 500)	500	13,50	3,42	9,20	6,58	0,47	80,33
Avustralya	114	24,83	30,70	17,50	30,70	0,00	21,10
Bermuda	12	49,86	25,00	25,00	50,00	0,00	0,00
Güney Afrika	25	42,15	24,00	24,00	48,00	4,00	0,00
Hindistan	37	45,07	2,70	2,70	43,20	51,40	0,00
Hong Kong	43	38,61	14,00	34,80	51,20	0,00	0,00
İngiltere	687	16,00	17,90	37,00	15,10	1,80	28,20
İrlanda	24	17,62	29,20	20,80	16,70	8,30	25,00
İsrail	14	31,18	28,60	14,30	50,00	0,00	7,10
Kanada	280	36,99	34,60	19,60	40,40	3,30	2,10
Malezya	158	34,97	38,00	10,10	48,10	1,90	1,90
Singapur	97	38,45	27,80	28,90	43,30	0,00	0,00
Yeni Zelanda	18	45,01	0,00	55,60	44,40	0,00	0,00
<b>Anglosakson HS Ortalaması</b>	<b>4579</b>	<b>32,58</b>	<b>23,09</b>	<b>23,24</b>	<b>35,88</b>	<b>5,15</b>	<b>12,65</b>
<b>İskandinav HS</b>							
Danimarka	40	23,13	25,00	12,50	25,00	2,50	35,00
Finlandiya	34	26,90	5,90	17,60	38,20	23,60	14,70
İsveç	54	28,33	16,70	38,90	33,30	3,70	7,40
Norveç	42	29,92	16,70	23,80	47,60	7,10	4,80
<b>İskandinav HS Ortalaması</b>	<b>170</b>	<b>27,07</b>	<b>16,08</b>	<b>23,20</b>	<b>36,03</b>	<b>9,23</b>	<b>15,48</b>

**ÇİZELGE 2. Mülkiyet Yoğunluğu ve Sahiplerin Kimlikleri (Devam)**

(1) Ülke	(2) Şirket Sayısı	(3) En Büyük Sahibin Ortalama Payı (%)	(4) Aileler (%)	(5) Finansal Şirketler (%)	(6) Finansal Olmayan Şirketler (%)	(7) Devlet (%)	(8) Yaygın Sahiplik (%)
<b>Anglosakson Hukuk Sistemi (HS)</b>							
Güney Kore	16	19,10	25,00	6,30	25,00	12,40	31,30
Japonya	1036	15,08	5,90	6,60	58,10	0,20	29,20
Tayland	81	34,53	7,40	56,80	32,10	3,70	0,00
Tayvan	11	15,75	18,20	9,10	9,10	9,10	54,50
<b>Alman HS Asya Ortalaması</b>	<b>1063</b>	<b>16,64</b>	<b>16,37</b>	<b>7,33</b>	<b>30,73</b>	<b>7,23</b>	<b>38,33</b>
<b>Alman HS Ortalaması</b>	<b>1399</b>	<b>34,82</b>	<b>19,30</b>	<b>11,88</b>	<b>39,45</b>	<b>8,33</b>	<b>21,03</b>
Fransız HS							
Antiller	5	30,45	20,00	20,00	60,00	0,00	0,00
Arjantin	8	40,18	12,50	25,00	50,00	12,50	0,00
Belçika	41	44,54	9,80	34,11	53,69	0,00	2,40
Brezilya	25	58,64	12,00	12,00	56,00	20,00	0,00
Endonezya	41	50,00	34,10	9,80	48,80	7,30	0,00
Fransa	187	48,88	25,10	17,60	51,30	2,30	3,70
Hollanda	66	27,13	6,10	13,60	43,90	6,10	30,30
İspanya	59	37,76	1,70	23,70	57,60	8,50	8,50
İtalya	57	45,24	3,50	40,40	47,40	3,40	5,30
Meksika	8	47,42	50,00	0,00	50,00	0,00	0,00
Portekiz	10	42,48	0,00	20,00	30,00	50,00	0,00
Şili	9	35,22	11,10	44,40	33,30	0,10	11,10
Türkiye	302	45,93	13,57	12,25	69,22	1,98	2,98
Yunanistan	5	52,44	0,00	0,00	80,00	20,00	0,00
<b>Fransız HS Ortalaması</b>	<b>526</b>	<b>42,99</b>	<b>14,71</b>	<b>21,47</b>	<b>50,14</b>	<b>8,41</b>	<b>4,38</b>
<b>Tüm Ülkeler</b>	<b>6674</b>	<b>36,86</b>	<b>18,54</b>	<b>20,96</b>	<b>42,83</b>	<b>7,73</b>	<b>9,93</b>

Kaynak: Gugler, Mueller ve Yurtoğlu (2004), Türkiye için Yurtoğlu (2003)



İktisat yazınının diğer birçok alanında da olduğu gibi, sermayedar yoğunluğunun etkileri de ABD odaklı bir gelişim süreci izlemiştir. Bu ülkede Clayton yasasının 8. kısmı uyarınca ekonomik gücün yoğunlaşmasına engel olunmuş ve şirketler arası sermaye ilişkileri kısıtlanmış, bu da diğer ülkelerde yaygın olarak görülen piramit yapıları ve karşılıklı sermayedar ilişkilerini önlemiştir. Diğer yandan Glass-Steagall yasası yakın zamana kadar ticari bankaların şirketlerdeki ortaklıklarına önemli kısıtlamalar getirmiş, bu yasanın sonucunda da bankaların sermayedar olarak Almanya ve Japonya'daki benzerlerinde gördüğümüz şirketleri izleme ve disipline sokma işlevini dışlamıştır. Yine ABD'de hakim olan serbest piyasa ideolojisi devletin sermayedar olarak rolünü son derece kısıtlı bir alanda tanımlamıştır. Bu nedenlerle, ABD'de sadece üç farklı aktör şirket sermayedarı/ortağı olarak önem taşır. Bunlar, şirketlerin yöneticileri (*insiders*), şirket yöneticisi olmayan aile ve kişiler ve emeklilik ve yatırım fonlarını da kapsayan kurumsal yatırımcılardır.

### Şirket Yöneticileri

Berle ve Means'in (1932) ilk örnekleştirdiği modele göre karar verme yetkisini elinde bulunduran yöneticiler (yönetim kurulundaki icracı üyeler) şirket sermayesinin önemsiz küçüklükte bir bölümüne sahiptirler ( $S_Y$ ). Sermayenin büyük bir kısmı ise çok sayıda yatırımcıya dağılmış durumdadır ( $1 - S_Y$ ). Bu sebeple tek tek yatırımcıların şirket performansını izleme maliyeti elde edebilecekleri çıkarın üstündedir. Yöneticiler ise şirketin çok küçük sermayedarları olmaları sebebiyle yatırımcıların toplu olarak çıkarları ile çatışma içindedirler. Bu varsayımlar altında  $S_Y$  arttıkça çıkar çatışmasının yoğunluğunun azalacağı ve bunun da şirket değerini artıracığı sonucuna varılır.

Morck, Shleifer ve Vishny (1988, bundan sonra MSV)  $S_Y$  arttıkça bu durumun, birbiriyle çelişen iki etkiye yol açtığını savunmuşlardır. (1) Servet Etkisi:  $S_Y$  arttıkça şirketin piyasa değerinin artması yöneticilerin servetinin artmasına yol açar. (2) Yer Sağlama Etkisi (entrenchment):  $S_Y$  arttıkça şirket yöneticileri yerlerini sağlamlaştırmakta ve muhasım devralma (hostile takeover) ya da yatırımcıların çabalarıyla işten atılmaları ihtimalini azaltmaktadırlar. Bu durum onların (diğer yatırımcılarla örtüşmek zorunda olmayan) özel çıkarlarını gerçekleştirilmelerine daha fazla olanak tanır.

MSV,  $S_Y$  ile şirket değerinin önemli bir göstergesi olan  $q^3$  oranı arasında doğrusal olmayan bir ilişkinin varlığını göstermişlerdir. Bu ilişki  $S_Y$  0'dan yüzde 5'e yükselirken artan,  $S_Y$  yüzde 5 ile 25 aralığındayken azalan, yüzde

<sup>3</sup> Tobin tarafından türetilmiş olan  $q$  değeri şirket piyasa değerinin şirket varlıklarının değerine oranıdır (Tobin, 1965).

25'den sonra ise tekrar artan bir Őekle sahiptir. MSV bu doğrusal olmayan ilişkiyi yukarıda aÇıklanan iki etkinin değişik  $S_V$  aralıklarında farklı Őiddetlere sahip olmasıyla aŐıklarlar.

MSV'i takip eden bir dizi ŐalıŐma bu sonuÇlara benzemektedir (Cho, 1998; Short ve Keasey, 1999; Cosh, Guest ve Hughes, 2006; ve Gugler, Mueller ve Yurtoğlu, 2004a). Bunların yanı sıra McConnell ve Servaes (1990, 1995) sadece artan ve azalan bir ilişki gŐzlemlemiŐ, benzer bir sonuÇ ise Thomsen ve Pedersen (2000) tarafından Avrupa Şirketleri iÇin elde edilmiştir.

MSV yaklaşımına iŐkinlik (endogeneity) sorunları dolayısıyla ŐeŐitli eleŐtiriler getirilmiŐtir. Demsetz ve Lehn (1985) mŐlkiyet ile Şirket performansı arasında bir bağıntı bulamamıŐ ve bu durumu mŐlkiyet yapısının her Şirkete ŐzgŐ sebeplerle başka faktörler tarafından belirlenmesine bađlamıŐlardır.<sup>4</sup> Gugler, Mueller ve Yurtoğlu (2004c), MSV yaklaşımında göze Őarpan artan/azalan/artan ilişkisinin tuhafliğını yeni bir yaklaŐımla ortadan kaldırmıŐlar, bunu yaparken MSV'nin  $S_V$  ile ۆlŐmeđe ŐalıŐtıđı servet ve yer sađlamlaŐtırma etkilerini ayırıŐtırmak iÇin iki farklı deđiŐken kullanmışlardır. Bu yaklaŐımda servet etkisi  $S_V$ 'nin maddi değerleriyle, yer sađlamlaŐtırma etkisi de  $S_V$  ile ۆlŐŐlmektedir.

Claessens, Djankov, Fan ve Lang (2002) Asya'da yaygın olarak gŐrŐlen nakit akıŐı ve kontrol hakları farklılıklarını kullanarak, MSV yaklaşımına ikinci bir ayırıŐtırma ŐözŐmŐ getirmıŐlerdir. Claessens, Djankov, Fan ve Lang'ın sonuÇları, Asya ۆlkelerinde Şirket değerinin nakit akıŐı hakları yođunlaŐtıŐka servet etkisi yoluyla arttığını ve kontrol hakları arttıŐka da yer sađlamlaŐtırma etkisi sonucu azaldığını gösterir.<sup>5</sup> Lins (2003) 18 yŐkselen ekonomiyi kapsayan araŐtırmasında nakit akıŐı ve kontrol hakları farklılıklarının Şirket performansına olumsuz etkilerini tespit etmiştir. Bu etki yatırımcı haklarının göreceli olarak daha sınırlı olduğu ۆlkelerde daha da bŐyŐktür.

Bu ŐalıŐmaların ortak noktası, yöneticilerin Şirket sermayesine yŐksek oranlarda sahip olmalarının yer sađlamlaŐtırma etkisi nedeniyle kŐŐŐk sermayedarlar aÇısından olumsuz sonuÇlar doğurduğu ve aynı zamanda artan mŐlkiyet oranının yöneticileri Şirket değerini artırmaya ۆzendirdiđini gŐstermeleridir.

<sup>4</sup> Demsetz ve Lehn'in makalesi bir bakıma daha ۆnce MSV tarzında yapılan ŐalıŐmalara bir tepki niteliğindedir. Bu ŐalıŐmaları temsilen, bkz. Benston (1985).

<sup>5</sup> Benzer etkilerin varlığı Yurtoğlu (2000, 2003) tarafından TŐrk Şirketleri iÇin de gŐsterilmiŐtir.

### **Şirket Dışı Aile ve Kişiler**

Şirket dışı (outsiders) aile ve kişilerin şirket değerini artırmak amacıyla hareket ettikleri yaygın kabul görmüş bir varsayım olmakla beraber, bu aktörlerin amaçlarını gerçekleştirebilecek güce ve düzeneklere sahip olmadıkları da ampirik bulgularla desteklenen bir olgudur.

Bu konuyu ele alan çalışmalar şirket dışı büyük pay sahipleri ile kurumsal yatırımcılar arasındaki olası farklılıkları ihmal etmişlerdir. Bu ayrımı yapan Lai ve Sudarsanam (1997) İngiliz şirketlerinde büyük pay sahiplerinin yöneticileri işten çıkarma konusunda zayıf bir etkileri olduğunu göstermekte olup bu sonucu Denis (2001) de desteklemektedir.

*Kurumsal Yatırımcılar:* Friedman (1996), 1950–1994 yılları arasında ABD’de kurumsal yatırımcıların portföyündeki hisse senedi oranının yüzde 10’dan yüzde 50’nin üzerine çıktığını belgelemektedir. Portföy yöneticileri bariz bir şekilde genel kurul toplantılarında etkili olma gücüne sahiptirler. Burada esas soru onların bu gücü kullanıp kullanmadıklarında yatar. Fonların birleşmeler ve devralmalar gibi konularda şirket kararlarını etkiledikleri örneklerle sabit olsa da, şirket performansını sistematik bir şekilde etkilediklerine dair şüpheler ağır basmaktadır.

*Bankalar:* Almanya ve Japonya, bankaların şirket performansı üzerinde önemli bir etkisi olduğunu vurgulamak üzere örnek gösterilen ülkelerdir. Bankaların rolü gözlemlene, gerekli durumlarda disipline etmeyle sınırlı kalmayıp, özellikle Japonya örneğinde olduğu gibi şirketin zor anlarında nakit akışını genişletmek, yönetimde değişikliklere gitmek ve bunların yanında yeniden yapılanmayı (restructuring) teşvik etmek gibi etkileri de kapsar (Aoki, Patrick and Sheard, 1994; Berglöf and Perotti, 1994). Yakın zamanda Almanya ve Japonya’da yaşanan ekonomik duraklamanın da etkisiyle, bankaların oynadığı rolün olumlu etkileri tartışılmaya başlanmış, bazı araştırmalar bankaların bahsedildiği gibi şirket değerini artırıcı bir rol oynamadığını belirtmişlerdir (Edwards ve Fischer, 1994 ve Boehmer, 2001). Gugler, Mueller ve Yurtoğlu (2004a) sadece Fransız hukuk sistemindeki ülkelerde bankaların diğer sahiplik kategorilerine oranla şirket performansını artırıcı bir etki yapabildiklerini göstermektedirler. Bu bulgular ve son bir kaç yıl içinde yayınlanan akademik araştırmalar, bankaların şirket performansı üzerinde birbirini tamamlayıcı mekanizmalar yoluyla önemli bir etkisi olduğunu ve bu etkinin düzeyinin kurumsal arkaplana bağlı olarak ülkeden ülkeye değişebildiğine işaret etmektedir (Degyrese, Ongena ve Tümer-Alkan, 2008).

### **Diğer Şirketler**

**Piramitsel yapılar:** A şirketinin B şirketinde, B şirketinin C şirketinde pay sahibi olduğu piramitsel mülkiyet yapılarının piramidin alt kısmında kalan şirket performansına olumsuz etkileri olduğu bir dizi araştırmayla vurgulanmıştır. Bunlardan Volpin (2002) piramitsel yapılarla kontrol edilen



özel şirketlerin aksine, kar amacı gütmemesinin gerekmemesinden doğar. Yani bu tip şirketlerin amaç işlevi özel şirketlerden farklıdır. Bu nedenlerle karlılık karşılaştırmalarına dayalı araştırmaların devlet kontrolündeki şirketler için verdiği olumsuz sonuçları şaşırtıcı bulmamak gerekir. Örneğin sadece imalat sanayi ve madencilik alanlarında faaliyet gösteren devlet şirketlerinin performansları benzer şirketlerle kıyaslandığında, devlet şirketlerinin daha az karlı ve daha verimsiz oldukları araştırmalar sonucu ortaya çıkmaktadır.<sup>7</sup>

### **Yönetim Kurulları**

ABD’de yöneticilerin atanması ve işten çıkarılması kararları, temettü politikalarının belirlenmesi, önemli şirket devralmaları ve şirket birleşmesi gibi stratejik kararlar yönetim kurulunun (YK) yetkisindedir. YK kağıt üzerinde genel kurulda sermayedarların oylarıyla seçiliyor olsa da, aday gösterme yetkisi YK’dadır. Bu durum yeni YK’nın mevcut YK tarafından belirlenmesi sonucunu doğurur. Yöneticiler (executives) YK’da yer alabilmekle beraber her YK’da icracı olmayan üyelerin bulunması beklenir. Son çalışmalara göre halka açık ABD şirketlerinin yüzde 90’ında YK üyelerinin çoğunluğu şirket dışından gelen ve icra rolü olmayan üyelerden oluşmaktadır. YK’da icracı üyelerin bulunması kurulun şirketin işleyişi hakkında daha iyi bilgi sahibi olması gibi bir fayda sağlarken, dışarıdan gelen üyeler icracı yöneticiler ile sermayedarlar arasında çıkabilecek çıkar çatışmalarında önemli bir rol oynar. Dışarıdan gelen üyelerin sermayedarların çıkarlarını savunacağı varsayılsa da bunun ancak dışarıdan gelen üyelerin icracı üyelerden bağımsız olması ile sağlanacağı açıktır. Bu nedenle (icradan) bağımsız YK üyeleri hissedar haklarının bekçisi olarak görülmektedir. Örneğin, İngiltere’de 1990’da Cadbury Kodu’nun uygulanmaya başlanmasından sonra dışarıdan gelen (bağımsız) YK üyeleri İngiliz şirketlerinin yönetiminde artan ölçüde yer almaya başlamışlardır (Charkham, 1994).<sup>8</sup>

İki kuruldan oluşan Alman modeli Anglosakson modeline bir alternatif olarak algılanabilir. Bu modelde icra kurulu (Vorstand) şirketin gündelik karar alma mekanizmalarından sorumludur. Vorstand mensuplarının yer almadığı teftiş kurulu (Aufsichtsrat) şirketin stratejik kararlarını almakla sorumludur. Bu kurul üyeleri sermayedarlar, işçi temsilcileri ve sendikalar tarafından seçilir. Çalışan sayısının 2000’i aştığı anonim şirketlerde teftiş

<sup>7</sup> Bkz. Funkhouser ve MacAvoy (1979), Boardman ve Vining (1989), Picot ve Kaufman (1989), Vining ve Vining (1992), ve Majumdar (1998). Barca ve Trento (1997) başlangıçta çok iyi performans gösteren İtalyan devlet şirketlerinin 2. Dünya savaşı sonrası politik amaçlar gütmemesi sonucu bu özelliklerini kaybettiklerini vurgular.

<sup>8</sup> YK üyelerinin bağımsızlığını inceleyen son araştırmalar, bağımsızlık kavramının şirketlerce oldukça dar bir şekilde tanımlandığına işaret etmektedir. Örneğin, Santella, Paone, and Drago (2006), İtalyan şirketlerince bağımsız olarak nitelendirilen 284 YK üyesinden sadece 4 üyenin AB normlarına göre bağımsız olduklarını gösterirler. Higgs (2003) raporu İngiltere’de bağımsız oldukları açıklanan YK üyelerinin yarısının CEO’yla bağlantılı olduğunu göstermektedir.

kurulu üyelerinin yarısı sermayedarlar diğer yarısı da işçi temsilcileri tarafından seçilmektedir. Bu nedenle teftiş kurulu bir anlamda şirket dışındaki kesimlerin de çıkarlarını temsil eden bir yapıya sahiptir. Bu iki katmanlı Alman modeline benzer yapılar Avusturya ve İsviçre gibi ülkelerde de bulunmaktadır.

Japonya’da Anglosakson sistemdeki gibi tek katmanlı bir kurul düzeneği olmakla beraber, kurul üyelerinin yarıdan fazlasının yöneticilerden oluşması çıkar çatışmalarında sermayedarların haklarını koruyacak güçler dengesinin var olmadığına işaret eder (Miwa ve Ramseyer, 2002).

Yönetim kurullarının şirket performansına etkisini oldukça yüksek sayıda makale incelemiştir. Bu incelemeleri sistematik şekilde özetleyen çalışmaların (Hermalin ve Weisbach, 2003, Dalton, Daily, Ellstrand, ve Johnson, 1998 ve Bhagat ve Black, 1999, 2000) vardığı sonuç, yönetim kurullarının alışımının şirket performansına herhangi bir etkisi olmadığını gösterir. Bu biraz şaşırtıcı sonuç, yönetim kurullarında yer alan büyük pay sahiplerinin şirketin işleyişi hakkında yeterli bilgiye sahip olmamaları ama yine de kötü performans sergileyen şirket yöneticilerine işten el çekirme konusunda etkili olmalarıyla açıklanabilir. Bu iki unsurun net etkisi performans ve YK alışımı arasında sistematik bir ilişkinin belirlenmesini zorlaştırmaktadır.<sup>9</sup>

Diğer yandan YK büyüklüğü ile şirket performansı arasında ters orantılı bir ilişkinin varlığı genel onay bulmuş bir olgudur (Yermack, 1996 ve Hermalin ve Weisbach, 2003).

### **Hukuk Sistemleri ve Diğer Kurumsal Öğeler**

LLSV, hukuk sistemlerinin sermayedar ve yöneticilerin çıkarlarını ne dereceye kadar aynı hizaya getirdiğini belirlemek amacıyla ülkelerin hukuk sistemlerinin kökeni ve gelişimini incelemişlerdir. LLSV’nin vardığı ve yaygın olarak kabul gören sonuca göre, örfi hukuk (common law) sistemine sahip olan (Anglosakson) ülkeler ve bunların eski kolonileri, hukuk sistemlerinin kökeni Roma hukuku (civil law) olan ülkelere kıyasla küçük yatırımcıları yöneticilerin (karar verme yetkisine sahip olanların) suiistimalinden çok daha etkin bir şekilde korumaktadır. LLSV, Roma hukuku içinde İskandinav, Alman ve Fransız sistemlerini birbirinden ayırırlar. Bu farklı hukuk sistemleri içinde Fransız sistemi LLSV’ye göre yatırımcılara en az korumayı sağlarken, İskandinav sistemi ise en etkin korumayı sağlamaktadır.

<sup>9</sup> Daha ziyade yönetim bilimleri alanında yapılan araştırmalardan bazıları, küçük ve orta boy aile şirketlerinin yönetim kurullarına dışarıdan katılan, bağımsız üyelerin performansı olumlu olarak etkilediklerini belirtmektedir.

Hukuk sistemlerinin küçük yatırımcıyı koruma etkinliğinde gözlemlenen farklılıklar ülkelerin finans sistemlerinde önemli farklılıkları da beraberinde getirir. Örneğin, hukuk sisteminin küçük yatırımcıları yeterince koruyamadığı ülkelerde, halka açık şirket sayısının çok sınırlı olacağı ve bu yüzden de sermaye piyasalarının gelişmişlik düzeyinin diğer ülkelerin çok altında kalacağı öngörülür. Bu durum aynı zamanda hukuk sisteminin küçük yatırımcıları yeterince koruyamadığı ülkelerde halka açıklık oranlarının diğer ülkelere oranla oldukça düşük olacağı öngörüsünü de beraberinde getirir<sup>10</sup>. Çizelge 1’de sunulan, en büyük sermayedarın ortalama pay oranlarının ülkeler ve hukuk sistemleri arasında gösterdiği farklılıklar bu ikinci öngörüğü kuvvetli bir şekilde desteklemektedir. İngiliz ve İskandinav hukuk sistemlerinde bu oran yüzde 30 seviyesinde iken, kıta Avrupa’sındaki Alman ve Fransız sistemlerinde, sırasıyla, yüzde 54 ve 43 seviyesindedir. İlk öngörüye ilişkin ampirik bulgular daha sonra ele alınacaktır.

Çizelge 2 hukuk sistemlerine (HS) göre sıralanmış çok sayıda ülke için, bir dizi göstereye yer vermektedir. Sütun 3 temettü ödemelerinin satışlara oranını vermektedir. Temettü ödemeleri yönetici-sermayedar ilişkisi için önemli bir gösterge olup, yüksek koruma sağlayan sistemlerde yüksek oranda temettü ödenmesi beklenir (LLSV, 2000 ve Gugler ve Yurtoğlu, 2003b). Anglosakson kökenli ülkelerde temettü oranı Fransız kökenli ülkelerin iki katı olup, bu tahmini doğrulamaktadır.

---

<sup>10</sup> Bu sonucu biçimsel olarak türetmek için Jensen ve Meckling’in (1976) modelini rasyonel beklentilere sahip yatırımcılarla zenginleştirmek yeterli olacaktır. Bkz. Mueller (2003: 65)

**ÇİZELGE 3. Hukuk Sistemlerine göre Mikro ve Makro Ekonomik Performans Ölçütleri**

(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
Ülke	Şirket Sayısı	Temettü / Satışlar	Marjinal q	Dış Finansman / GSYİH	Yerli Şirket / Nüfus	IPO / Nüfus
ABD	8591	2,60%	1,05	0,58	30,11	3,11
Avustralya	346	4,80%	0,94	0,49	63,55	--
Bermuda	215	4,60%	0,91	--	--	--
Cayman Adaları	42	--	0,58	--	--	--
Güney Afrika	118	--	1,07	1,45	16	0,05
Hindistan	246	2,20%	0,80	0,31	7,79	1,24
Hong Kong	127	11,30%	0,78	1,18	88,16	5,16
İsrail	56	0,80%	1,27	0,25	127,6	1,8
İngiltere	1331	3,50%	0,85	1,00	35,68	2,01
İrlanda	63	1,70%	1,10	0,27	20	0,75
Kanada	1478	2,70%	1,16	0,39	40,86	4,93
Kenya	--	5,30%	--	--	2,24	--
Malezya	381	3,90%	0,86	1,48	25,15	2,89
Nijerya	--	--	--	0,27	1,68	--
Pakistan	46	2,10%	0,40	0,18	5,88	--
Singapur	208	3,40%	0,97	1,18	80	5,67
Sri Lanka	--	--	--	0,11	11,94	0,11
Tayland	243	3,70%	0,64	0,56	6,7	0,56



**ÇİZELGE 4. Hukuk Sistemlerine göre Mikro ve Makro Ekonomik Performans Ölçütleri (Devam)**

Ülke	Şirket Sayısı	Temettü / Satışlar	Marjinal q	Dış Finansman / GSYİH	Yerli Şirket / Nüfus	IPO / Nüfus
Yeni Zelanda	66	4,00%	0,86	0,28	69	0,66
<b>Anglosakson köken ortalaması</b>	--	<b>3,80%</b>	<b>1,02</b>	<b>0,60</b>	<b>35,45</b>	<b>2,23</b>
Danimarka	101	1,40%	0,65	0,21	50,4	1,8
Finlandiya	79	1,50%	0,96	0,25	13	0,60
İsveç	156	1,90%	0,65	0,51	12,66	1,66
Norveç	103	1,80%	1,04	0,22	33	4,5
<b>İskandinav-köken ortalaması</b>	--	<b>1,70%</b>	<b>0,78</b>	<b>0,30</b>	<b>27,26</b>	<b>2,14</b>
Almanya	425	1,50%	0,57	0,13	5,14	0,08
Avusturya	82	3,10%	0,71	0,06	13,87	0,25
İsviçre	160	2,20%	0,64	0,62	33,85	--
<b>Alman (Avrupa) ortalaması</b>	--	<b>2,30%</b>	<b>0,64</b>	<b>0,27</b>	<b>17,62</b>	<b>0,16</b>
Güney Kore	82	0,60%	0,70	0,44	15,88	0,02
Japonya	2219	0,70%	0,86	0,62	17,78	0,26
Tayvan	126	1,60%	1,26	0,88	14,22	0
<b>Alman (Asya) ortalaması</b>	--	<b>1,00%</b>	<b>0,94</b>	<b>0,65</b>	<b>15,96</b>	<b>0,09</b>
<b>Alman-köken ortalaması</b>	--	<b>1,60%</b>	<b>0,74</b>	<b>0,46</b>	<b>16,79</b>	<b>0,12</b>
Antiller	19	1,40%	1,19	--	--	--
Arjantin	24	2,70%	0,78	0,07	4,58	0,20

**ÇİZELGE 5. Hukuk Sistemlerine göre Mikro ve Makro Ekonomik Performans Ölçütleri (Devam)**

Ülke	Şirket Sayısı	Temettü / Satışlar	Marjinal q	Dış Finansman / GSYİH	Yerli Şirket / Nüfus	IPO / Nüfus
Belçika	79	2,60%	0,51	0,17	15,5	0,30
Brezilya	133	1,30%	0,25	0,18	3,48	0
Ekvator	--	--	--	--	13,18	0,09
Endonezya	132	2,20%	0,84	0,15	1,15	0,10
Filipinler	83	2,80%	1,00	0,10	2,90	0,27
Fransa	495	2,00%	0,57	0,23	8,05	0,17
Hollanda	174	3,40%	0,69	0,52	21,13	0,66
İtalya	150	1,40%	0,64	0,08	3,91	0,31
İspanya	117	3,50%	0,54	0,17	9,71	0,07
Kolombiya	15	2,50%	0,43	0,14	3,13	0,05
Lüksemburg	12	1,00%	0,70	--	--	--
Meksika	81	0,30%	0,50	0,22	2,28	0,03
Mısır	--	--	--	0,08	3,48	--
Panama	4	--	1,25	--	--	--
Peru	20	0,10%	0,11	0,40	9,47	0,13
Portekiz	49	1,00%	0,46	0,08	19,50	0,50
Şili	73	2,90%	1,24	0,80	19,92	0,35
Türkiye	29	2,60%	0,52	0,18	2,93	0,05
Uruguay	--	--	--	--	7	0
Ürdün	--	--	--	--	23,75	--
Venezüella	10	0,10%	0,58	0,08	4,28	0
Yunanistan	49	3,60%	0,54	0,07	21,6	0,3
<b>Fransız-köken ortalaması</b>	<b>--</b>	<b>1,97%</b>	<b>0,59</b>	<b>0,21</b>	<b>10</b>	<b>0,19</b>

Kaynaklar: Sütun 2-4: Global Vantage Veritabanı (1985-1998) ve Gugler, Mueller ve Yurtoglu (2004b).  
Sütun 5-7: LaPorta et al. (1997).

Yönetici sermayedar çıkar çatışmasında önemli bir sinyal görevi gören temettü ödemeleri, kuramsal olarak kusurlu bir göstergedir. Zira temettü miktarı ancak şirketlerin yatırım fırsatları bilindiği takdirde çıkar çatışması hakkında yeterli bilgi içerir. Karlı yatırım imkânları çok olan şirketler için bu oran sıfır olabilirken, karlı yatırım olanağı bulunmayan bir şirketin elindeki tüm serbest nakit akışını sermayedarlara ödemesi beklenir. Bu basit kavramsal çerçeveye sadık kalınırsa, yatırımların getirilerinin yatırım maliyetine oranını temel alan bir gösterge çok daha faydalı olacaktır. Mueller ve Yurtoğlu (2000) ve Gugler, Mueller ve Yurtoğlu (2003, 2004a) böyle bir gösterge kullanmışlardır.<sup>11</sup> Bu göstergenin 1985-2000 yılları arasında ülke ortalamaları sütun 4'de sergilenmiştir. Çizelge 2, LLSV'nin öne sürdüğü Anglosakson HS > İskandinav HS > Alman HS > Fransız HS kalıbıyla tamamen uyumludur. Hukuk sistemleri yatırımcıları korudukları oranda, iyi yatırım politikalarını da mümkün kılmaktadırlar.

Yönetişim alanında elimizdeki tüm önemli bulgular ülkeler arası karşılaştırmalara dayalı bir yöntemle kazanılmıştır. Geçtiğimiz birkaç yıl içinde bu durum değişmeğe başlamış, bazı çalışmalar aynı ülke içindeki şirket farklılıklarını incelemeye başlamışlardır. İvme kazanmakta olan bu çabaların önemli bir örneği Gompers, Ishii ve Metrick'in (2003) ABD şirketleri için sermayedar haklarını vurgulayan bir yönetim endeksi tanımladıkları ve bu endeksin etkilerini aradıkları araştırmadır. Bu endeksin en üstünde yer alan şirketlerin getirilerinin en altta yer alanlara oranla iktisadi ve istatistiki olarak anlamlı bir fark göstermesi, şirket uygulamalarının performans üzerine etkisinin altını çizmesi bakımından önemlidir.

### Hukuk Sistemlerinin Etkileri

**Sermaye piyasaları:** Önceki bölümlerde, hukuk sisteminin küçük yatırımcıları yeterince koruyamadığı ülkelerde, halka açık şirket sayısının çok sınırlı olacağını ve bu yüzden de sermaye piyasalarının gelişmişlik düzeyinin diğer ülkelerin çok altında kalacağını öngörüsü ele alınmıştı.<sup>12</sup> Çizelge 2'nin 5. ve 6. sütunları bu öngörüye ilişkin göstergeleri sergilemektedir. Beşinci sütunda yer alan borsa şirketlerinin piyasa değerinin GSYİH'ya oranı hukuk sistemlerine göre incelendiğinde, LLSV'nin öngörüsüne çok yakın bir sıralama oluştuğu fark edilir. İngiliz ve İskandinav kökenli ülkelerde bu oran Alman ve Fransız kökenli ülkelere göre çok daha yüksektir. Altıncı sütunda yer alan halka açık şirket sayısının nüfusa oranı LLSV öngörüsü ile tamamen tutarlıdır. Yedinci sütundaki halka açılmaların nüfusa oranı da yine LLSV'nin tahmin ettiği şekildedir. İngiliz ve İskandinav

<sup>11</sup> Gugler, Mueller ve Yurtoğlu'nun marjinal q oranı verdikleri bu gösterge, ilk olarak Mueller ve Reardon (1993) tarafından türetilmiştir.

<sup>12</sup> Hukuk sistemlerinin sermaye piyasasının büyüklüğüne etkisiyle ilgili benzer bir sonuç, Modigliani ve Perotti (1997) tarafından tasarlanmış ve test edilmiştir.

kökenli ölkelerde bir milyon kişiye 2 olan bu oran Alman ve Fransız kökenli ölkelerin neredeyse 10 katı daha büyüktür.

**İktisadi büyüme:** Sığ sermaye piyasalarına sahip olmanın bir sonucu da, iyi yatırım fırsatlarına sahip şirketlerin finansman bulmakta yaşadıkları sorunlardır. Rajan ve Zingales (1998) bu sorunun önemli boyutlara ulaşabildiğini, yüksek miktarlarda sermaye gereksinimi olan sektörlerin derinliği olan sermaye piyasalarına sahip ölkelerde daha hızlı geliştiklerini sergileyerek göstermişlerdir. Bu konuda daha genel bir bulgu, Levine ve Zervos'un (1998) ölkelerin sermaye piyasaları ile büyüme oranları arasında buldukları istatistiksel ilişkidir. Eğer hukuk sistemleri ölkelerin sermaye piyasalarının büyüklüğünü, sermaye piyasaları da ekonomik büyümeyi etkiliyorsa, doğal olarak hukuk sistemleriyle büyüme hızı arasında da bir ilişki beklenmelidir. Mahoney, (2001) ölkelerin hukuk sistemleriyle büyüme oranları arasında önemli bir ilişkinin varlığını belirlemiştir. Diğer etkenlerin sabit kaldığı varsayımıyla, örfi hukuk sisteminden gelen ölkelerin, Roma hukuku kökenli ölkelerden 1960–1992 yılları arasında daha hızlı büyüdüğünü gösteren Mahoney'e göre bu ilişki hukuk sistemlerinin küçük yatırımcıyı korumasından ziyade ekonomik özgürlükleri teminat altına aldığı ve kontratların yaptırımını (enforcement) sağladığı için vardır. Bu iki olgu birbirlerini dışlamadıkları için, sonuçlar LLSV yaklaşımıyla çelişmemektedir.

1997–1998 yıllarında yaşanan Asya krizi, yönetim tartışmaları açısından da önemlidir. Krizi açıklamak için öne sürülen makro temelli yaklaşımların yanı sıra, mikro temelli, yönetim öğelerini dikkate alan, aynı zamanda yapısalıcı olarak nitelendirilebilecek bir dizi yaklaşım da gözlemlenmiştir. Johnson, Boone, Breach ve Friedman (2000) kriz esnasında değişik ölkelerdeki döviz kurunun değer kaybını ve borsa endekslerindeki düşüşü, yönetim kurumlarının zayıflığıyla açıklamışlardır. Yazarlar yönetim göstergelerinin hem krizin nedenlerini, hem de krizin derinliğini açıklama yolunda önemli bir unsur olduğunu göstermişlerdir. Bu sonuç azalan yatırım fırsatlarının, hakim ortakların veya yöneticilerin küçük sermayedarlardan daha yüksek oranda kaynak aktarımı yaptıkları açıklamasına dayandırılır. Doğal olarak, küçük yatırımcıların sömürülme imkanı daha az korundukları ölkelerde daha kolay ve daha yüksek orandadır.

### **Politik Sistemler**

LLSV’i yaklaşımına Mark Roe (2000) tarafından geliştirilen bir alternatife göre Avrupa’daki hukuk sistemleri, örneğin kontrat yasası gibi komşu alanlarda en az Anglosakson sistemi kadar iyi ve etkindir (Roe, 2000: 590). Rajan ve Zingales (2003) hukuk sistemlerinin uzun dönemler sabit kaldığına işaret ederek ülkeler arası farklılıkların politik yapıdaki farklılıklarda aranması gerektiğini öne sürerler. Bunun yanında sermaye piyasalarını güçlendirecek ve küçük yatırımcıyı koruyacak kanunlar yapmak altından kalkılmayacak zorlukta bir iş de değildir. Bu gelişmelerin hala gözlemlenmiyor oluşu, Roe’ya göre hukuki değil politik nedenlerle açıklanabilir. Avrupa’da uzun dönemler iktidarda kalan sosyal demokrat hükümetler maaşlı ve ücretli çalışan kesimlerin çıkarlarına öncelik vermişler ve böylece yatırımcıların gereksinimleri ikinci plana itilmiştir. Bunun bir sonucu olarak, şirket yöneticileri daha az riskli yatırım kararları alma yolunu seçmiş, riskli yeniden yapılanma planlarından kaçınmışlardır. Yöneticileri bu tarz kararlar almaya özendiren veya zorlayan firma içi teşvik programları (yöneticilerin maaş ve menfaatlerini düzenleyen kontratların yapısı), muhasım devralma ve saydamlık gibi öğeler de zayıf kalmıştır.

### **Paydaş (Stakeholder) Teorisi ve Çalışanların Rolü**

Her ne kadar bu konudaki teorik çerçeve henüz oluşmakta ise de şirket teorisine paydaşlar perspektifinden bakan yaklaşımın bu konudaki bulgularına ve önermelerine de değinmek gerekir. Paydaş teorisi şirketin amaç işlevini tüm paydaşlar için değer yaratma üzerine oturtur ve şirket performansının değerlendirilmesinde hisse değerinin optimize edilmesinden söz eder. Şirket teorisini kaynak bazına oturtan yönetim teorilerine yakın olan bu yaklaşım Anglosakson örneğinde olduğundan farklı bir kurumsal çerçeve gerektirir<sup>13</sup>. Uygulamada ise örneğin Buchholz (1992) yönetim süreçlerine sermayedarların daha aktif katılmasının (sahiplik ve yönetim yetkisinin ayrı ellerde toplandığı sistemlerde) ve diğer menfaat sahiplerinin de bu süreçte yer almasının yönetimin suiistimalini engelleyeceğini belirtmiştir. Donaldson ve Preston (1995) daha geniş bir paydaş grubunun menfaatlerinin gözetilmesinin ve yönetime katılmasının enformasyon bakımsızlığını azaltacağını, yaptırım mekanizmalarının etkinliğini arttıracığını iddia etmiştir. Ayrıca sahiplik haklarına çoğulcu yaklaşımın şirkete ve yöneticilere moral üstünlük sağlayarak şirket performansını tüm paydaşlar açısından arttıracığını ve performansın bu perspektiften ele alınması gerektiğini söylemiştir. Aynı çerçeveden olmak üzere Schwab ve Thomas (1998) işçi sendikalarının ve diğer çalışan örgütlerinin ve emeklilik fonlarının yönetimin hesap vermesini sağlamada etkin bir rol oynayabileceklerini belirtir. Schwab ve Thomas’a göre çalışan ve sermayedar menfaatlerinin

<sup>13</sup> Almanya bu yaklaşımın baskın olduğu bir resim çizmektedir.

uyumlulaştırılmasının uzun dđnemli şirket performansı üzerinde olumlu bir etki yaratması kaçınılmazdır.

Konuya daha mikro bir yaklaşımla, Collier ve Esteban (1999) bir sosyal organizasyon olarak şirketin esnek, açık ve adaptasyona yatkın, sđrekli đđrenen bir yapıya sahip olmasının yđnetiřimde yeni oluşan yaklaşım ve uygulamaların benimsenmesinde özgđrlđk ve yaratıcılığı artırarak şirketin etik kalitesini ve dolayısıyla performansını olumlu etkileyeceğini belirtir. Stratejik liderlik yazınında da benzer savları içeren normatif önermelere sıklıa rastlanmaktadır (Davies 1999, and Charan 1998).

Bu teorik çerçevedeki ampirik bulgular karışıktır. Kurumsal yapıları bir bđtđn olarak dikkate alan sistematik araştırmalar yerine şirket bazında uygulamaların performans ile ilişkisine odaklanan bu yazın henđz gelişme aşamasındadır. Ancak çoğu ticaret kanunlarının ardında paydaş yaklaşımı ruhu yatar. Đrneđin Tđrk Ticaret Kanunu hissedar menfaatleri yerine şirket menfaatlerini ne çıkartarak YK'nın tđm paydaşlar için değer yaratmayı gđzetmesi gerekliliğinin altını dolaylı olarak çizer. ABD federal yasaları dahi bu konuda kıta Avrupası yasalarıyla benzeşir.

Paydaşlar içinde çalışanların önemli bir rolđ vardır, ancak paydaşların yđnetime katılmasının etkileri konusundaki gđrüşler çelişmektedir. Çalışanların yđnetime katılmalarının, ücretleri artırıcı ve işgücü esnekliğini azaltıcı etkisi dolayısıyla, lkelerin rekabet gđcđnđ olumsuz etkilediği ve piyasalardaki gelişmeler ve teknolojik gelişmelerle uyumlu olmadığı dđřüncesi yaygın olmakla beraber, çalışanların yđnetiřimde kurumsal bir rol oynamalarının ekonomik fayda yaratma potansiyeli olduğu dđřüncesi liberal yaklaşımlarca dahi henđz tamamen reddedilmemiştir. Çalışanların rolđ ekonomik yazında daha çok firmaya zgđ insan kaynakları yatırımları çerçevesinde yer almaktadır. Bu yazın genel olarak şirketin mđlkiyet ve kontrol haklarının yatırımcılarda olmasını ve hisse değerinin ençoklanması amacını sorgular (Rajan ve Zingales, 1998). Oysaki yđnetiřim açısından önemli olan sadece çalışanların yđnetime katılımının ekonomik etkinlik üzerindeki etkisi değil, toplum içinde gđcđn dağılımlı ile ilişkisidir. ABD yasalarında gđcđn yoğunlaşmasının sermayenin dağıtılması yoluyla sağlandığından sđz etmiştik. Sermayenin (mđlkiyetin) yoğun olduğu ve bunun yasalarla engellenmediği sistemlerde çalışanların kurumsal temsil yoluyla yđnetime katılması genel olarak ülkede gđcđn yoğunlaşmasını engelleyebilir ve çatışmaları engelleyici bir rol oynayarak dolaylı yoldan ekonomik performansa katkıda bulunur. Ayrıca kurumsal temsil şirket kontrolünün mutlaklaşmasını engeller.

Konumuzla esas ilgisi olan yaklaşım ise insan kaynakları ve politik gđcđ teorileri yerine konuya inovasyon ekonomisi açısından bakan yaklaşımlardır

(O'Sullivan, 2000). O'Sullivan, yöneticilerin kurumsal temsil hakkı olmayan çalışanların çabalarına dayanan değer yaratıcı fırsatları göz ardı ederek sadece piyasa güdümlü teşviklere dayanmasının işveren (sermayedar) otonomisini koruma pahasına toplumun genel çıkarlarına zarar verdiğini söyler (O'Sullivan, 2003). Esasen yatırımcıların finansal yatırımları için kullanılan mantık çalışanların yatırımları için de uygulanabilir. Kalleberg (2001) rekabetin gerektirdiği esneklik ile ilgili tartışmalarda çalışanların yeteneklerinin artırılması ile elde edilebilecek fonksiyonel esneklik ile maliyetleri düşürerek ve çalışanların müdahalesini minimize ederek yöneticilerin yönetme haklarının mutlakiyetini egemen kılan sayısal esnekliğin ayırt edilmesi gerektiğine işaret eder.

Genel olarak çalışanların yönetişime katılmaları konusu Avrupa Birliğinin Lizbon stratejilerinin ve rekabette inovasyona verilen rolün bir yansıması olarak önem taşımaktadır. Çalışanların rekabet gücüne etkisi tartışmasız olarak diğer paydaşlardan daha önemlidir. Henüz oluşmakta olan bu yazının dikkatle takip edilmesi gerektiği kanısındayız.

## TÜRKİYE

Türk şirketlerinin rekabet gücünü etkileyen en önemli faktör rekabetçi bir piyasanın oluşması konusundaki gelişmelerdir (Togan, Nebioğlu ve Doğan, 2005) Gerek devletin ekonomiden giderek elini çekmesi, gerekse Türkiye piyasalarının uluslararası rekabete açılması bu konuda önemli bir ivme yaratmıştır. Türkiye'de geçmiş çok eski olmasa da saygın bir Rekabet Kurumu ve uluslararası standartlarda bir rekabet yasası vardır. Bu makalenin konusu olmadığı için rekabet ortamı konusuna değinmeyip sadece bu konudaki olumlu gelişmelerin rekabetçiliği teşvik ettiğine değinmekle yetineceğiz ve konumuz olan yönetişim ve rekabet ilişkisi konusunda Türkiye'nin durumunu özetleyeceğiz<sup>14</sup>.

### Türkiye'de Sahiplik Yapıları ve Etkileri

Türkiye kurumsal yapı açısından diğer gelişmekte olan ülkelerle benzerlik göstermektedir. Şirket mülkiyeti sınırlı sayıda ailenin elinde yoğunlaşmış olup devlet mülkiyeti liberalleşme politikaları çerçevesinde giderek azalmaktadır. Sermaye piyasaları 1990'dan itibaren oluşmaya başlamış olup, henüz yeterince derinlik ve likidite kazanmamıştır. 300 civarında şirket İstanbul borsasında listelenmiş olmasına rağmen bunların yalnızca 100 kadarının hisseleri düzenli işlem görmektedir. Halka açılma oranı düşüktür ve halka açık şirketlerin piyasa değeri GSYİH'nin %30'u civarındadır. Bu gelişmiş ülkeler ortalamasının (%130) oldukça altındadır. Halka açılma

<sup>14</sup> Türkiye'de Yönetişim konusunda genel bilgi için bkz. Ararat ve Uğur (2003), Uğur ve Ararat (2006) ve OECD (2007)

oranlarının azlığı ve mülkiyette yoğunlaşma içeriden öğrenenlerin ticareti ve piyasa manipölasyonu için uygun bir zemin yaratmaktadır (SPK, 2003).

Türkiye yasa ve düzenlemeler açısından Avrupa ile entegrasyon sürecinde önemli adımlar atmış olsa da diğer gelişmekte olan ülkelerde de olduğu gibi yaptırım konusunda zayıftır. Yasaların ve düzenlemelerin uygulanmasındaki bu zafiyet bireysel hak arama ve yaptırım konusundaki gelenek yoksunluğu ile birleşince küçük hissedarların mülksüzleştirilmesi kolaylaşmaktadır. Gelişmiş ülkelerde önemli bir rol oynayan emeklilik fonları ve kurumsal yatırımcılar henüz yeterince güçlü değillerdir. Sonuç olarak volatilitesi yüksek, göreceli olarak sığ, az sayıda şirketin işlem gördüğu ve halka arzların sınırlı olduğu sermaye piyasası, şirketlerin halka açık olma maliyetlerini haklı gösterecek ucuz finansmanı şirketlere sağlamakta yetersiz kalmaktadır.

Diğer yandan yatırımcıların yalnızca likiditesi yüksek şirketlere odaklanması küçük ve orta boy şirketlerin sermaye piyasaları yoluyla finansman sağlamasını engellemektedir. Yukarıda açıklandığı üzere Türk şirketleri ihtiyaç duydukları finansmanı yerli ve yabancı bankalardan borçlanma yoluyla veya yabancı borsalarda ADR (*American Depository Receipts*) ve GDR (*Global Depository Receipts*) ihracı ile sağlamaktadır. Yerel tahvil piyasaları ise henüz oluşmamıştır.

Bu durum zaten düşük işletme sermayeleri ile çalışan Türk şirketlerinin sermaye maliyetlerinin küresel rakiplerine oranla yüksek kalması sonucunu doğurmakta ve rekabet gücünü azaltmaktadır. Diğer yandan etkin piyasalara oranla çok daha yüksek olan bilgi bakıksızlığı sermaye piyasalarının kontrolünü zorlaştırmakta ve şirket yönetiminin dışarıdan gelen etkilerle (piyasa etkisi ya da ele geçirme çabaları) iyileştirilmesi olanağını azaltmaktadır.

### **Yönetim Kurulları ve Etkileri**

Piyasa kontrolünün ve denetiminin yetersiz olduğu sistemlerde şirket performansı büyük ölçüde şirket içi mekanizmalar tarafından kontrol edilir. Bu bağlamda yönetim kurullarının önemli bir rol oynaması beklense de Türkiye bu konuda iki sorunla karşı karşıyadır. İlk sorun yönetim kurulunun işlevi ile ilgilidir. Mülkiyetin belli ellerde toplanması ve hakim ortakların doğrudan şirket yönetiminde yer alması karar alma organlarının etkinliğini azaltmakta ve kararların tek yanlı olarak hakim ortak tarafından alınmasına olanak vermektedir. Bu tip şirketlerde yönetim kurulu genellikle bir formaliteye indirgenmektedir. İkinci sorun ise yönetim kurullarının işlev gördüğu şirketlerde yönetim kurullarının bileşimi ile ilgilidir. Türkiye’de yönetim kurullarına aday gösterme hakkı sadece hissedarlara tanınmıştır. Şirket organlarının ve hesap verme sorumluluğu olan hiç bir kurumsal yapının aday gösterme konusunda bir yetkisi yoktur. Bu durum yönetim kurulu üyelerinin tek taraflı olarak hakim ortak tarafından belirlenmesine yol



---

açmakta ve yönetim kurullarından hesap sorma ve üyelerin performansını izleme ve denetleme yöntemlerini sistem dışında bırakmaktadır.

Yönetim kurulları büyük ölçüde hakim ortak konumundaki ailelerin üyelerinden ve onların seçtiği dışarıdan gelen kişilerden oluşmaktadır. Holding yapılaşmalarında ana şirket çalışanları da sıklıkla yönetim kurullarına atanmaktadır. Yönetim kurullarının oluşmasında, çalıştırılmasında ve işlev görmesindeki bu kontrol ve denge eksikliği şirketin stratejik yöneliminin belirlenmesinde, seçeneklerin analizinde ve operasyonların yönetilmesinde profesyonel kadrolardan yararlanılmasını ve dahası bu kadroların yetişmesini engellemektedir. Profesyonel yöneticiler ikinci derecede kararların alınmasında yetkilendirilmekte, önemli kararlar hakim ortaklar tarafından alınmaktadır. Bu durumda kararlar şirket değerini tüm hissedarlar ve/veya tüm paydaşlar için çoklayacak yerde hakim ortaklar için en fazla fayda sağlamaya yönelik olmaktadır. Karar alıcıların sadece sınırlı bir genetik havuzdan seçilmesi ise doğal olarak rekabet gücünü olumsuz etkiler.

### **Çalışanların Rolü ve Etkileri**

Türkiye’de çalışanların hakları ve etkileri oldukça sınırlıdır. Her ne kadar SPK’nın Kurumsal Yönetim Rehberi halka açık şirketlere çalışanların yönetime katılmasını sağlayacak mekanizmaları oluşturmasını önerse de Kurumsal Yönetim Uyum Raporlarının incelenmesi bu konuda herhangi bir göstergeye işaret etmemiştir (Ararat, 2008). Şirketlerin kural ve yasalara uymasını sağlamakta önemli bir rol oynayarak rekabette eşitliği teşvik etme potansiyeli taşıyan iç denetim fonksiyonu ise Türk şirketlerinde (bankalarda yoğunlaşmak üzere) yeni yeni görülmeye başlamıştır. Aynı şekilde, denetim komiteleri halka açık şirketler için her ne kadar zorunlu ise de çoğu şirkette henüz oluşmadığı, oluşarlarda ise işlev görmediği anlaşılmaktadır (SPK 2006)<sup>15</sup>.

Çalışanların rekabet gücünü artırmada rol oynayabilmesi için çalışanların sürekli eğitimini ve yükselmeye fırsat eşitliği öngören, şirketle uzun dönemli, kalıcı bir ilişkiyi teşvik eden politikalar gerektirir. Oysaki Türkiye’de yöneticiler için dahi iş güvencesinden söz etmek oldukça zordur. Yüksek orandaki işsizlik çalışanları edilgenleştirmiş ve işini kaybetme korkusu öne çıkarak çalışanların çalıştıkları şirketlere yabancılaşmasını artırmıştır. Gerek

---

<sup>15</sup> Bu konuda en fazla gelişme bankacılık sektöründe sağlanmıştır. Hem bankacılık yasa ve düzenlemelerindeki gelişmeler, hem de Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu’nun oluşması bankaların yönetiminde radikal bir iyileştirmeye yol açmıştır. Bankacılık sektöründe rekabet giderek güçlenmekte, uluslararası bankalar Türk bankalarına ortak olmakta, yeni çerçevede rekabet edemeyecek bankalar sistemden elenmektedir.

sendikaların gerekse diğer çalışan örgütlerinin toplumsal konumu zayıftır (Ararat, Bayazıt 2008). Genel olarak sivil örgütlenme yasalardaki iyileştirmelere rağmen henüz 1980 askeri darbe sonrası toplumsal konumundan fazla ileri gitmemiştir. Avrupa Birliği ile entegrasyon süreci bu konuda önemli bir ivme kaynağı olmaktadır.

Çalışanların rekabet gücünü artırıcı bir rol oynamasının önündeki yönetişim bağlamındaki en önemli engel enformel mekanizmalarla şirket yöneten, profesyonelleşmeye kuşkuyla bakan, kontrolü elden çıkartmaktan imtina eden zihniyettir. Bu zihniyetin rekabet ortamının gelişmesi ile değişmesi ve yöneticiliğin gerektirdiği vasıflara sahip profesyonellerin aile bireyleri ve yakınlarının yerini alması beklenen bir gelişmedir.

### YAKINSAMA

Bu noktada rekabet, yönetişim ve performans arasındaki etkileşimi biraz daha detaylı ele almanın faydalı olacağını düşünüyoruz. Bu etkileşim iki yönden önem taşımaktadır. İlk olarak, yönetişim sistemleri mal piyasalarındaki rekabet düzeyi ile bağlantılıdır. şirketlerin mülkiyeti ve kim veya kimler tarafından kontrol edildiği hem piyasalarda aktif olan şirketler arasındaki rekabet hem de piyasaya girmeye çalışan şirketler açısından önemlidir. İkinci olarak, şirketlerin yönetişimi mal piyasalarındaki rekabet düzeyine bağlı olabilir. Giriş kısmında atıfta bulunduğumuz çalışmalar, bu ilişkinin daha ziyade rekabet düzeyinin şirketler hakkında daha tutarlı bilgi sahibi olunmasını sağladığını ve şirketlerin artan rekabet düzeyiyle iflas etme riskini dikkate almaları gerektiğini vurgulamışlardır. Bunun yanında nc bir etki de Almanya ve Japonya rneklelerinde göze çarptığı gibi, şirketlerle finans kuruluşları arasındaki yakın ilişkilerin, finans piyasalarındaki rekabet düzeyinden etkilenmeleri ihtimalini ne çıkartır. Petersen ve Rajan (1995) finans piyasalarındaki rekabetin düzeyindeki artışın bu tip uzun vadeli ilişkileri sekteye uğratacağını vurgularlar. Benzer bir fikir, Mayer (1997) hisse senedi piyasalarında kaynak arayan şirketlerin, bankalarla uzun vadeli ilişkiler kurmada karşılaştığı zorlukları vurgular. Mayer (1997) IPO sonrası oluşabilecek dağınık mülkiyet yapısının ve bunu takiben oluşacak anonim kontrol yapısının bankalara uzun vadeli bir ilişki vaad etmemesi nedeniyle yaratacağı sorunlara işaret eder.

Bu argümanlar yönetişim sistemlerinin yakınsamasıyla ilgili ipuçlarını da barındırmaktadırlar. Örneğin, bankaların şirketlerin yaşam çevrimlerinin önemli safhalarında esas finans kaynağı olabildiği sistemlerde yoğun mülkiyet yapılarının kalıcı olma ihtimalinin yüksek olması ama borsaların ne çıktığı Anglosakson sistemde dağınık mülkiyet yapılarının egemen olması beklenir. Bu ilişki aynı zamanda mal piyasalarında da seyrelme ihtimalini arttırır.

Shleifer ve Vishny (1997) yönetim yazınıyla ilgili genel değerlendirmelerinde her sistemin güçlü ve zayıf yanları olduğunu vurgulayarak en iyi bir yönetim sisteminin varlığından söz edilemeyeceğini belirtir. Küçük yatırımcıları koruma bakımından en güçlü yönetim sistemine sahip olduğuna inanılan ABD ve İngiltere gibi Anglosakson ülkelerle kıyaslandığında, Almanya ve Fransa gibi göreceli olarak daha zayıf yönetim sistemlerine sahip ülkelerin de geniş yığınlara refah sunmuş olması Shleifer ve Vishny'nin bu sonuca varmalarında önemli bir rol oynar.

Ülkelerin bugünkü refah seviyesi (her ülkenin eşit bir refah seviyesinden yola çıktığı varsayımı kabul görürse) yönetim yapılarının çok da önemli bir fark yaratmadığı kanısını doğurabilir. Ancak bu makalede bahsi geçen çalışmaların vardığı önemli bir sonuç Anglosakson ülkelerin küçük yatırımcılara daha geniş haklar tanıdığı ve bunun da şirket ve ülke bazında daha iyi bir ekonomik performansı beraberinde getirdiğini vurgulamaktır. Bu yöndeki yorumumuzu güçlendiren bir diğer olgu, kıyaslanan sistem/ülkelerin 20. yüzyılın başlarından 1980li yıllara dek, son yirmi yıla kıyasla önemli ölçüde dış rekabete kapalı kalmış olmalarıdır. Yirminci yüzyılın ilk dörtte üçlük bölümünde uluslararası rekabete kapalı olmalarının, bu ülkelerdeki yönetim yapılarının zayıflığını perdelemiş olması mümkündür. Bu makalede ele alınan ampirik bulgular 1990lı yılları kapsamakta ve Anglosakson sisteme sahip ülkelerin daha başarılı bir performans sergilediğini göstermektedir.

Bu yönde bir adım daha atarsak, ülkelerin daha etkin yönetim sistemlerini amaçlayan, başta kurumsal ve yasal olmak üzere, bir dizi değişiklikler yoluyla daha iyi bir iktisadi performansa sahip olabilecekleri sonucuna varırız. Yazında sistemlerin yakınsaması (convergence) adı altında yer alan bu yöndeki değişikliklerin ne boyutta olduğunu ve bu değişimin devamlı olup olmadığına dair bir takım düşünceleri bu bölümde özetlemek istiyoruz.

### **Yönetişim Yapılarında Yeni Gelişmeler**

Enron ve Worldcom gibi önemli dönüm noktalarından daha evvel ABD'de yatırımcıların haklarını güçlendiren değişimleri gözlemlemek mümkündür. Bunlardan bazıları kurumsal yatırımcıların şirketlerin sermayelerindeki payını yükseltmesi yoluyla, bazıları ise SEC (*Securities Exchange Commission*) kaynaklı resmi hükümler ve mahkeme kararları yoluyla olmuştur (Bradley, Schipani, Sundaram, Walsh, 1999, s. 67-8). Enron skandalı bu değişiklikleri hızlandırmakta önemli rol oynamış ve ABD Kongresi'nin radarına yerleştirmiştir. Bir bakıma ABD yönetim kurumlarının daha da Anglosaksonlaştığı söylenebilir.

Kıta Avrupası ülkelerinde geçtiğimiz yıllarda bir dizi yönetim ilkeleri yayınlanmıştır. Bu ilkeler Fransız ve Alman hukuk sistemine sahip ülkeleri

Anglosakson sisteme yaklaştırmıştır. Bu değişikliklerin bir kısmı şirket hukukuna yansımış olsa da genel olarak yasalaşmamış yönetişim ilkelerinin daha ön planda olduğu söylenebilir. Küçük yatırımcıları koruyan bazı önemli uygulamalar sadece tavsiye niteliği taşısa da (örneğin, yönetici maaşlarının açıklanması gibi), değişimin yönü açıkça Anglosakson sisteme doğrudur. İçeriden öğrenenlerin ticaretine getirilen kısıtlamalar ve önlemler, uluslararası muhasebe standartlarına uyum gibi uygulamalar küçük yatırımcıları koruyucu niteliktedir. Aynı zamanda şirket birleşmeleri ile ilgili AB kararları doğrultusunda yapılan yasal değişiklikler, AB ülkelerinin Anglosakson sisteme yakınsadığını ortaya koymaktadır. Goergen, Martinova ve Renneboog (2005) bu alandaki yakınsamanın Avrupa'da bazı ülkelerde dağınık mülkiyet yapılarına yol açacağını, bazı ülkelerde ise mülkiyetin yoğunlaşmasına yol açacağını öne sürmüşlerdir. Bir benzer gelişme ise kıta Avrupası şirketlerinin Londra ve New York borsalarında işlem görme çabaları ve bu yolla kendilerini Anglosakson sisteme tabi kılmaları olmuştur.

Japonya'da hükümetlerin mali sistemi serbestleştirmesi ve yeniden yapılandırma çabaları geçtiğimiz 10–15 yıl içinde *keiretsu* yapılarında değişiklikler yol açmış ve 100'e yakın Japon şirketi Londra veya New York borsalarında işlem görmeye başlamıştır (Bradley, Schipani, Sundaram, Walsh, 1999).

### **Yönetişim Yapılarının Tamamen Yakınsaması Beklenebilir mi?**

Bu bölümde bu soruya kesin bir cevap vermeye çalışmaktan ziyade olası cevapların bir değerlendirmesini yapmak istiyoruz.

**Hayır:** Bilindiği gibi şirketlerin mülkiyet yapıları çok yavaş bir şekilde değişmektedir. Bebchuk ve Roe (1999), rota bağımlılığı (*path dependence*) adı verilebilecek bu olgunun iki nedenle ortaya çıktığını savunurlar. Bunlardan ilki yapı-güdümlü (*structure-driven*) ikincisi ise kural-güdümlü (*rule-driven*) rota bağımlılığı olarak nitelendirilebilir. Yapı-güdümlü rota bağımlılığı bir organizasyonun belirli bir mülkiyet yapısını adapte etmiş olması ve bunu değiştirdiği takdirde etkinlik düzeyinden ödün vereceği durumlarda ortaya çıkar. Yöneticilerin ya da hakim ortakların mülkiyet yapısındaki bir değişikle kayba uğramaları nedeniyle değişikliğe muhalif olmaları da bu duruma bir örnektir. Kural-güdümlü rota bağımlılığının benzer nedenlerle var olduğu söylenebilir. Bir ülkedeki yasa ve düzenlemeler o ülkedeki şirketlerin var olan mülkiyet yapıları veri alınarak düzenlenir. Bu yasa ve düzenlemeler ekonomik bakımdan verimli olmasalar da, hakim ortakların çıkarlarına hizmet ettikleri sürece onların değişime karşı çıkması sebebiyle sürdürülebilirler.

Her iki açıdan yaklaşıldığında, yönetişim yapılarının ilk veya ikinci nedenden ötürü değişmesi oldukça güç görünmektedir.

**Evet:** Temel mikroekonomik kuramlara göre en iyi teknolojileri adapte etmeyen organizasyonlar zaman içinde kendilerinden üstün rakiplerle rekabet edemedikleri için yok olmak zorundadırlar. Bu kuramdan faydalanan bir tez, globalleşme eğilimiyle beraber ülkeler içindeki ve ülkeler arasındaki rekabetçiliğin artmasının en etkin yönetim yapılarının adapte edilmesini gerektireceğini ifade eder. Hansmann ve Kraakman (2001) tarafından ifade edilen bu yaklaşım, var olan bütün yönetim yapılarının Anglosakson sisteme yakınsayacağını öngörür.

**Belki:** Tam yakınsama ihtimalini yok saymasak da, bir endüstride rekabet eden şirketlere oranla ülkelerin birbirleriyle rekabeti çok gerçekçi bulunmayabilir. Rekabet gücünü kaybeden şirketlerin iflas edip ortadan kalkmaları sık sık gözlemlense de, ülkeler nadiren iflas ederler ve ancak bir savaşta yenilirlerse ortadan kalkarlar. Yönetişim yapılarından beklenen iyileşmelerin derecesi ne kadar yüksekse, bunları adapte edecek politikacıların kararlılığının da o denli yüksek olması beklenir. Ancak bu reformlara muhalefet etmesi muhtemel çıkar gruplarının varlığını ve etkilerini göz önünde tutmak gerekir.

Bu tarz bir muhalefete iki örnek vermek yerinde olacaktır. ABD’de 1980’lerdeki muhasım şirket satın almaları dalgasının, yöneticilerin hisse fiyatına verdikleri önemi artırmaları sayesinde küçük yatırımcılara faydalı olduğu bilinen bir olgudur. Yöneticilerin bu olguya kolektif olarak verdikleri karşılık, federal yasama meclislerinden kendilerini şirket satın almalarına karşı koruyacak yasal değişiklikler talep etmeleri olmuştur. Faaliyetlerine başka bir eyalette devam edeceklerini beyan ederek eyaletleri tehdit eden yöneticiler, 50 eyaletten 49’unda istedikleri yasal değişiklikleri elde etmişlerdir (Romano, 1987; Roe, 1993; Bebchuk ve Ferrell, 1999). Eğer federal devletler küçük yatırımcıların çıkarlarına yöneticilerinkinden daha duyarlı olsalardı, bu tarz bir değişikliğin gerçekleşmesi mümkün olmazdı.

Benzer bir gelişme, yakın zamanda AB komisyonunun AB’de şirket satın alımlarını kolaylaştırmak üzere getirdiği bir öneri bağlamında Avrupa’da yaşanmıştır. Bu öneri, üye devletlerin büyük şirketlerin etkisi altında kalmasıyla genel bir muhalefete karşılaşmıştır (Economist, 2003a).

### **Etkin Yönetişim Yapılarını Adapte Etmeyen Sistemler Sermaye ve Şirketlerin Kaçışından Etkilenecekler mi?**

Yatırımcılar ve genel anlamıyla toplum, etkin yönetim yapılarından ve kurallarından fayda görse de, etkin yönetim yöneticilerin ve hakim ortakların çıkarlarını olumsuz şekilde etkileyebilir. Daha güçlü yönetim yapılarına sahip bir ülke borsasında listelenme kararı bu iki kesim tarafından verileceği için, birçok şirketin kendilerini daha etkin yönetim yapılarına tabi kılmalarını beklemek pek gerçekçi olmayabilir.

ABD bağlamında bu tarz bir yarışın, daha zayıf yönetim yapıları ve düzenlemeleri sunan eyaletlerin kazanımına yol açtığı (Carey, 1974) savunulsa da, diğer bir takım araştırmacılara göre de etkin yönetim yapıları sunan eyaletler kazançlı çıkmaktadır. (Winter, 1977; Romano, 1993). Bu tartışma ABD içinde cereyan ettiği için pek önemli görülmeyebilir. Ancak ABD deneyimi şirketlerin faaliyet merkezi olarak seçtikleri bölgenin yönetim sistemine önem verdiklerini göstermesi açısından önemlidir.

Çizelge 3, dokuz AB ülkesi, İngiltere ve ABD şirketlerinin çapraz listeleme verilerini özetlemektedir. Bu çizelgeye göre AB ülkeleri içinde çapraz listeleme artan bir eğilim göstermemekte, 1986'dan 1991'e doğru artıp, 1997'de 1991'e kıyasla daha düşüktür. Daha güçlü de olsa benzer bir eğilim AB ülkelerinden Londra'da listelenen şirket sayısı için de söylenebilir. Ancak, AB ülkelerinden ABD borsalarında listelenen şirket sayısında güçlü bir artış olduğu gözlemlenmektedir. ABD borsalarında çapraz listelenen AB şirketlerinin sayısı 1986'da 320'den 1991'de 429'a ve 1997'de 516'ya çıkmıştır. Buna mukabil ABD şirketleri AB üyesi ülke borsalarında çapraz listeleme eğilimini oldukça azaltmışlar, 1986'da 465 olan bu sayı, azalarak 1997'de 316'ya inmiştir.

#### **ÇİZELGE 6. AB ve ABD'de Çapraz Listeleme**

<b>Yıllar</b>	<b>1986</b>	<b>1991</b>	<b>1997</b>
<b>AB → AB borsaları</b>	267	339	309
<b>AB → Londra borsası</b>	41	47	47
<b>AB → ABD borsaları</b>	320	429	516
<b>ABD → Avrupa borsaları</b>	465	418	316

Benzer bir eğilim, Claessens, Klingebiel ve Schmukler (2003) tarafından kalkınmakta olan ülkeleri de kapsayacak şekilde tespit edilmiştir. Bu çalışma,

kalkınmakta olan ülkelerde hızlı büyüme oranı, büyüklük, performans gibi şirket özellikleri yanında, daha etkin yönetim yapılarına sahip olma isteğinin çapraz listelemeyi önemli ölçüde belirleyen bir etken olduğunu ortaya koyar.<sup>16</sup>

Peki, çapraz listeleme kararı daha sonraki dönemlerde şirket faaliyetinin de yurtdışına aktarılacağı ihtimalini akla getirir mi? Bu soruya cevap ararken, ekonomik faaliyeti başka bir ülkeye kaydırma kararında bir çok farklı ögenin (vergi oranları, ücret seviyesi, nakliye masrafları, sendikalar ve çalışma yasaları gibi) rol oynadığını kabul etmeliyiz. AB ülkelerinin bu açılardan ABD'ye göre dezavantajlı olduğu düşünülürse, çapraz listeleme kararının belki de faaliyetleri de kaydırma eğilimleri açısından önem taşıdığı düşünülebilir.

Bu bağlamda etkin ve zayıf yönetim yapılarına sahip ülkeler arasında var olan bir bakışsızlığa dikkat çekmeliyiz. Güçlü yönetim yapısına sahip (örneğin ABD) bir ülkede, kendisini etkin düzenlemelere tabi kılmak istemeyen bir şirket, halka açılmayabilir<sup>17</sup>. Zayıf yönetim yapısına sahip bir ülkede yüksek oranda sermaye gereksinimi olan bir şirket ise, bu ihtiyacını ancak etkin yönetim sistemine sahip ülke borsalarına açılarak giderebilir. Bu sebeple, başka bir ülkeye faaliyet aktarmanın çapraz listelemeyi takip etmesi, bu olası hareketin, zayıf yönetim yapılarına sahip ülkelere etkin yönetim yapılarına sahip ülkelere doğru olmasını da gerektirmektedir.

Bu düşünceler bizi, oldukça spekülasyon olduğunu kabullendiğimiz bir takım tahminlere yönlendirmektedir. Eğer yönetim yapıları Anglosakson sistem benzeri bir yapıya yakınsamazsa, dünyada iki tür şirket olacağını öngörmek mümkündür: (1) çok büyük, çokuluslu ve yüksek oranda halka açılmış (dağınmış sermayeli) şirketler; (2) oldukça küçük, yerel, ulusal bir kimlik sahibi aile şirketleri. Çokuluslu şirketler dünyanın en büyük hisse senedi ve tahvil piyasalarından faydalanmakta ve ABD borsalarında listelenmekte olacaklar. İdare merkezleri zayıf yönetim sistemine sahip ülkelerde olsa da, pratikte bu şirketler Anglosakson sistemine tabi olacaklar. Doğal olarak Anglosakson ülkelerin birçok çokuluslu şirketin faaliyet merkezi olması da beklenen bir gelişme olarak değerlendirilebilir.

Buna mukabil aile şirketleri ya halka açılmayacaklar ya da kendi ülkelerinin borsalarında hakimiyeti kaybetmeyecek kadar küçük hisse satışı yapmış olacaklar. Bu şirketlerde hakimiyet ailelerin elinde kalıp, yatırımcı havuzu muhtemelen sadece şirketi yakından tanıyan ulusal yatırımcılardan oluşacak.

<sup>16</sup> Bkz. Claessens Klingebiel ve Schmukler (2003) çizelge 1. Aynı çalışma çapraz listeleyen şirketlerin listelemeden sonra satışlarında artış, daha yüksek değerlendirme oranları ve daha az borçluluğa sahip olduklarını da belgelemektedir.

<sup>17</sup> Sarbanes-Oxley yasasına tabi olmak istemeyen bir çok ABD şirketinin borsadan çekildiği bilinen bir olgudur, Bkz. The Economist, 2003b).

Bir çokuluslu Şirket tarafından satın alınarak bu kimliklerini deđiŐtirme imkanları da bulunacak.

İkinci bir senaryo ise, yönetişim yapılarının yakınsaması varsayımına dayanmaktadır. Buna göre yine yukarıda bahsi geöen iki tip Şirketin varlıklarını sürdüreceği ancak faaliyet merkezlerinin dağılımlında bir deđiŐiklik olacağı varsayılabilir. ABD, Avrupa ve Japonya'nın etkin yönetişim sistemlerine sahip olacağı varsayımıyla, sermaye gereksinimi olan Şirketlerin bunu kendi borsalarında karŐılamaları öapraz listeleme olmadan da mümkün olacak. Yönetişim sistemleri, sermaye piyasaları ve Şirketler birbirlerine önemli benzerlikler taŐıyacak.

### **Türkiye ve Yakınsama**

Türkiye'de Yönetişim konusundaki gelişmeler gerek yasa ve düzenlemelerde gerekse Şirketlerin bunlara tepkilerinde Anglosaxon sisteme yakınsamaya işaret etmektedir. SPK'nın Sarbanes-Oxley yasasından esinlenerek 2003 yılında denetim alanında getirdiği düzenlemeler bu açıdan dikkat çekicidir. Düzenlemeler Sarbanes-Oxley yasasının denetim ile ilgili hükümlerini büyük ölçüde benimsemiŐ, denetçi rotasyonu, denetim ve danıŐmanlık hizmetlerinin ayrılması gibi dış denetim uygulamalarını zorunlu kılarak yönetim kurullarına bağlı denetim komitelerinin kurulması yoluyla dış denetimi etkinleŐtirmeye öalıŐmıştır. 2003 yılında yürürlüğe giren SPK 'Kurumsal Yönetim Rehberi' ve 2005 yılında yürürlüğe giren 'Kurumsal Yönetim Uyum Raporu' uygulaması ilk kez İngiltere'nin öncülük ettiği 'uy yada açıkla' ilkesinin Türkiye'ye uyarlanması olarak anlaşılabilir. Bu gelişmelerin dış finansman sağlama ve yatırımcıları cezbetme motivasyonu SPK tarafından 2005 yılında açıklanan 'Kurumsal Yönetim Endeksi' yaklaşımında ifadesini bulur. Endeksin amacı, daha iyi yönetişim yapısına sahip Şirketlerin kurumsal yatırımcılar tarafından ayırdeedilebilmesi ve kurumsal yatırımcıların portföylerindeki Türk Şirketlerinin oranının artmasıdır. Bu gelişmeler Türkiye ekonomisinin rekabete tamamen açılma süreci ile örtüŐür. Nitekim, sermaye piyasaları düzenlemelerini yeni bir ticaret kanunu tasarısının parlamentoya sunulması takip etmiştir. Yeni Türk Ticaret Kanunu (TTK) taslağı yürürlükte olan 1956 tarihli kanundan büyük farklılıklar göstermektedir. Taslak Şirketlerin serbest piyasa mekanizmalarına açık olmasını ve bu mekanizmalar tarafından denetlenmesi nosyonunu desteklemekte ve SPK'yı yönetişim konusunda otorite olarak belirlemektedir.<sup>18</sup> Gerek SPK düzenlemeleri ve Kurumsal Yönetim Endeksi uygulamasına, gerekse TTK taslağına tepkiler tezimizi desteklemektedir. Buldukları sektördeki konumları, büyüklükleri ve rekabet güçleri açısından küresel rekabet içinde yer alabilecek Şirketlerin yönetişim alanındaki bu reformları destekledikleri gözlemlenmektedir.<sup>19</sup> Bu destek korumacı

<sup>18</sup> TTK yasa tasarısı gereköesinde bu yaklaşım detaylı bir biçimde açıklanmaktadır.

<sup>19</sup> IMKB Kurumsal Yönetim Endeksi'ne dahil olan Şirketler bu açıdan örnek teşkil etmektedirler.



politikalar döneminde ertelenmiş yatırımların Türkiye ekonomisinin rekabete açılması ile ortaya çıkan ve artık ertelenemeyecek olması nedeniyle gündeme gelen finansman ihtiyaçlarına da işaret eder.

### SONUÇ

Ülkelerin gelir seviyeleri ölçüt olarak alındığında, zayıf yönetim sistemlerine sahip ekonomiler arasında da çok zengin ülkelerin varlığı göze çarpar. Shleifer ve Vishny (1997) bu olguyu vurgulayarak, her sistemin güçlü ve zayıf tarafları bulunduğunu ve bir sistemi en iyi olarak nitelendirmenin mümkün olmadığını söyler.

Oysa bu makalede özetlenen ampirik bulgular Anglosakson sistemin küçük yatırımcıları koruma özelliği nedeniyle gerek mikro- gerekse makro-ekonomik alanlarda daha üstün bir performansa neden olduğunu göstermektedir. Bu olgu, ülkelerin yönetim sistemlerinde yapacakları reformlarla daha iyi bir ekonomik performansa sahip olabileceklerine de işaret eder. Geçtiğimiz yıllarda birçok ülkede atılan reform adımlarının Anglosakson sistemini örnek aldığını gözlemlemekteyiz. Bir yandan Kıta Avrupası ve diğer ülkelerde yürürlüğe giren kanunlar, diğer yandan kanun niteliği taşımamakla beraber önemli yaptırımları bulunan yönetim ilkelerinin önem kazanması bu gelişmelerin önemli bir işaretidir. Bu reformlar farklı hukuk sistemlerine sahip ülkelerin yönetim altyapılarını Anglosakson sisteme yakınlaştırmakta, saydamlığı artırıcı önlemleri ön planda tutmaktadırlar.

Bu gelişmeler yönetim yapılarında belirgin bir yakınsama sürecinin başladığına işaret etmekle beraber, bir takım yapısal sorunlar yönetim sistemlerinde kalıcı farklılıkların hüküm sürebileceği ihtimalini güçlendirmektedir. Bu sürece şirket rantlarına ve şirket kontrolünün maddi faydalarına hâkim olan kesimlerin karşı çıkması şaşırtıcı değildir. Ancak uluslararası sermaye hareketlerinin giderek arttığı bir ortamda bu direnişin ekonomik anlamı çok da belirgin değildir. Daha etkin yönetim yapılarını, saydamlık ve hesap verebilirlik ilkelerini yönetimlerinde uygulayamayan şirketlerin, kendilerinden çok daha büyük ve finansman sıkıntısı olmayan çokuluslu şirketlerle rekabet edebilmesi olası görülmemektedir. Gelecek yıllarda bu ilkeleri uygulayan şirketlerin ayakta kalabilmek ve büyüyebilmek için gerekli finansmanı düşük maliyetlerle sağlayabilme olasılıkları çok daha yüksektir. Bunları reddeden şirketlerin kendi ülkelerinde bazı küçük piyasalarda aile şirketleri olarak kalmak dışında bir seçeneği görülmemektedir.

Türkiye açısından baktığımızda iki paralel süreç gözlemlemekteyiz. Avrupa ile entegrasyon süreci Türkiye'deki kurumsal yapının Avrupa'da benzeşmesi öngörülen kurumsal modellere benzer bir yapılanmaya yönelmesini

sağlamaktadır. Diğer yandan Türkiye gelişmiş Avrupa ülkeleri ile kıyaslandığında aradaki gelir farkını kapatmak için daha hızlı büyümek ve bu büyümenin gerektirdiği Anglosakson kökenli finansmanı Türkiye'ye çekmek zorunda olması nedeniyle Anglosakson modellerle de tanışmaktadır. Avrupa ile entegrasyon sürecinin Türkiye'nin rekabet gücü konusundaki özgül bir etkisi de ucuz işgücünün rekabet avantajı sağlamaktan çıkması olacaktır. Türkiye'nin kurumlarının Avrupa ile uyumlulaşması süreci Türkiye'deki işgücü maliyetlerini diğer gelişmekte olan ülkelere (Hindistan, Çin, Brezilya vb) oranla yükseltecektir. Emek yoğun sektörlerde Türkiye rekabet avantajını pazara yakınlıkla sağlamaya çalışsa da sermaye çekme yeteneğini artırmadığı sürece rekabet gücünü kaybedecektir. Gerek yerel sermayenin Türkiye dışına çıkmasını engellemek, gerekse fonlar aracılığı ile yada doğrudan yatırım amacıyla gelecek yabancı sermayeyi teşvik etme için Türkiye sermaye piyasalarını geliştirmek zorundadır.

Diğer yandan uluslararası rekabete soyunan Türk şirketlerinin Anglosakson sermaye piyasalarını giderek daha fazla kullanacağı açıktır. Türkiye hem ekonomik olarak entegre olduğu kıta Avrupası sistemini hem de Anglosakson piyasaların mantığını anlamak, her ikisinden de faydalanmak ve kendi sermaye piyasalarını küresel sermaye piyasaları ile entegre etmek zorundadır. İyi bir yönetim sistemi ve rekabet ortamı bu sürecin olmazsa olmaz unsurlarıdır.

#### KAYNAKÇA

- Acemoglu, D., ve Johnson, S. 2003. Institutions, corporate governance, and crises. P. Cornelius ve B. Kogut (Der.), *Corporate Governance and Capital Flows a Global Economy*: 327-346. New York: Oxford University Press.
- Alchian, A. 1950. Uncertainty, evolution, and economic theory. *Journal of Political Economy*, 58(3): 10.
- Allen, F., ve Gale, D. 2000. Corporate governance and competition. X. Vives (Der.), *Corporate governance: theoretical and empirical perspectives*: 23-84. New York: Cambridge University Press.
- Aoki, M., Patrick, H., ve Sheard, P. 1994. The Japanese main bank system: an introductory overview. Aoki M. ve Patrick, H. (Der.), *The Japanese Main Bank System*: 1-50. Oxford: Clarendon Press.
- Ararat, M. ve Bayazıt, M. 2008. Does the adoption of codes of conduct marginalize laborunions? The case of Turkey's garment industry. C. Mallin (Der.) *Corporate Social Responsibility: A Case Study Approach*. Cheltenham: Edward Elgar. Forthcoming.
- Ararat, M., 2008. A development perspective for CSR: Case of Turkey. *Corporate Governance: The International Journal of Business Society*.Forthcoming.
- Ararat, M., ve Ugur, M. 2003. Corporate governance in Turkey: An overview and some policy recommendations. *Corporate Governance: The International Journal of Business Society*, 3(1): 58-75.

- Ararat, M., ve Uğur, M. 2006. Does macroeconomic performance affect corporate governance, evidence from Turkey. *Corporate Governance: An International Review*, 14(4): 325-339.
- Ararat, M., ve Uğur, M. 2006. Turkey, Corporate Governance at the Crossroads. C. Mallin (Der.), *Handbook on International Corporate Governance*. Cheltenham: Edward Elgar.
- Barca, F., ve Trento, S. 1997. State ownership and the evolution of Italian corporate governance. *Industrial and Corporate Change*, 6(3): 533-559.
- Bebchuk, L. A., ve Ferrell, A. 1999. Federalism and corporate law: The race to protect managers from takeovers. *Columbia Law Review*, 99(5): 1168-1199.
- Bebchuk, L. A., ve Roe, M. J. 1999. A theory of path dependence corporate governance and ownership. *Stanford Law Review*, 52: 127-170.
- Benston, G. 1985. The self-serving management hypothesis: Some evidence. *Journal of Accounting and Economics*, 7(1): 67-84.
- Berglöf, E., ve Perotti, E. 1994. The Governance structure of the Japanese financial keiretsu. *Journal of Financial Economics*, 36(2): 259-284.
- Berle, A. A. ve Means, G. C. 1932. *The modern corporation and private property*. New York: Harcourt, Brace and World.
- Bhagat, S., ve Black, B. S. 1999. Is there a relationship between board composition and firm performance? *Business Lawyer*, 54: 921-963.
- Bhagat, S., ve Black, B. S. 2002. The non-Correlation between board independence and long-term firm performance. *Journal of Corporation Law*, 27(2): 231.
- Boehmer, E. 2001. Germany. K. Gugler (Der.), *Corporate Governance and Economic Performance*: 96-120. Oxford: Oxford University Press.
- Bradley, M., Schipani, C. A., Sundaram, A. K. ve Walsh, J. P. 1999. The purposes and accountability of the corporation contemporary society: Corporate governance at a crossroads. *Law and Contemporary Problems*, 62(3): 9-86.
- Bucholz, R. A. 1992. *Business environment and public policy: Implications for management and strategy*. NJ: Prentice Hall.
- Carey, W. L. 1974. Federalism and corporate law: Reflections upon Delaware. *Yale Law Journal*, 83(4): 663-701.
- Charan, R. 1998. *Boards at work: How corporate boards create competitive advantage*. San Fransisco, CA: Jossey-Bass.
- Charkham, J. P. 1994. *Keeping good company: A study of corporate governance five countries*. Oxford: Clarendon Press.
- Cho, M.-H. 1998. Ownership structure, investment, and the corporate value: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 47(1): 103-121.
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J. P. H. ve Lang, L. H. P. 2002. Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholders. *Journal of Finance*, 57(6): 2741-2771.
- Claessens, S., ve Fan, J. P. H. 2002. Corporate governance Asia: A survey. *International Review of Finance*, 3(2): 71-103.
- Claessens, S., Klingebiel, D. ve Schmukler, S. L. 2003. Accessing international equity markets: What firms from which countries go abroad?, *CEPR Discussion Paper*.
- Collier, J., ve Esteban, R. 1999. Governance the participative organization: Freedom, creativity and ethics. *Journal of Business Ethics*, 21(2-3): 173-188.

- Cornelius, P., ve Kogut, B. 2003. Introduction. P. Corneliusve B. Kogut (Der.), *Corporate Governance and Capital Flows a Global Economy*: 1-28. New York: Oxford University Press.
- Cosh, A., Guest, P.ve Hughes, A. 2006. Board share-ownership and takeover performance. *Journal of Business Finance and Accounting*, 33(3/4): 459-510.
- Dalton, D. R., Daily, C. M., Ellstrand, A. E.ve Johnson, J. L. 1998. Meta-Analytic reviews of board composition, leadership structure, and financial performance. *Strategic Management Journal*, 19(3): 269-290.
- Davies, A. 1999. *A strategic approach to corporate governance*. Aldershot: Gower Publishing Ltd.
- Degryse, H., Ongena, S.ve Tümer-Alkan, G. 2008. Corporate governance: A review of the role of banks. K. Guglerve B. B. Yurtoglu (Der.), *The Economics of Corporate Governance and Mergers and Acquisitions*. Cheltenham: Edward Elgar Publishing.
- Demsetz, H., ve Lehn, K. 1985. The structure of ownership and the theory of the firm. *Journal of Political Economy*, 93(6): 1155-1177.
- Donaldson, T., ve Preston, L. E. 1995. The stakeholder theory of the corporation: Concepts, evidence and implications. *Academy of Management Review*, 20(1): 65-91.
- Economist. 2003a. Takeovers Europe: Lowest common denominator, Kasim 27, *Economist*, London.
- Economist*. 2003b. A (Going) Private Matter, March 20, *Economist*, London.
- Edwards, J. S. S., ve Fischer, K. 1994. *Banks, finance and investment Germany*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Friedman, B. M. 1996. Economic implications of changing share ownership. *Journal of Portfolio Management*, 2(3): 59-70.
- Funkhouser, R., ve MacAvoy, P. W. 1979. A sample of observations on comparative prices public and private enterprises. *Journal of Public Economics*, 11(3): 353-368.
- Gilson, R. J., ve Roe, M. J. 1993. Understanding the japanese keiretsu: Overlaps between corporate governance and industrial organization. *Yale Law Journal*, 102(4): 871-906.
- Goergen, M., Martynova, M., ve Renneboog, L. 2005. Corporate governance convergence: Evidence from takeover regulation reforms Europe. *Oxford Review of Economic Policy*, 21(2): 243-268.
- Gompers, P., Ishii, J. L., ve Metrick, A. 2003. Corporate governance and equity prices. *Quarterly Journal of Economics*, 118(1): 107-155.
- Gugler, K., Mueller, D. C., ve Yurtoglu, B. B. 2003. The impact of corporate governance on investment returns developed and developing countries. *The Economic Journal*, 113(491): 511-539.
- Gugler, K., Mueller, D. C., ve Yurtoglu, B. B. 2004a. Corporate governance and globalization. *Oxford Review of Economic Policy*, 20(1): 129-156.
- Gugler, K., Mueller, D. C., ve Yurtoglu, B. B. 2004b. Corporate governance and investment performance. *Journal of Law and Economics*, 47(2): 589- 633.
- Gugler, K., Mueller, D. C., ve Yurtoglu, B. B. 2004c. Separating the wealth and entrenchment effects of insider ownership on investment performance: University of Vienna, Department of Economics.

- Gugler, K., ve Yurtoglu, B. B. 2003a. Average Q, marginal Q, and the relation between ownership and performance. *Economics Letters*, 78(3): 379-384.
- Gugler, K., ve Yurtoglu, B. B. 2003b. Corporate governance and dividend pay-out policy Germany. *European Economic Review*, 47(4): 731-758.
- Hart, O. D. 1983. The market mechanism as an incentive scheme. *The Bell Journal of Economics*, 14(2): 366-382.
- Hermalin, B. E., ve Weisbach, M. S. 2003. Boards of directors as an endogenously determined institution: A survey of the economic literature. *Economic Policy Review*, 9(1): 7-26.
- IIF. 2005. Corporate governance Turkey. Washington, D.C.: International Institute of Finance.
- Jensen, M. C., ve Meckling, W. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost, and capital structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4): 305-360.
- Joh, S. W. 2003. Corporate governance and firm profitability: Evidence from Korea before the economic crisis. *Journal of Financial Economics*, 68(2): 287-322.
- Johnson, S., Boone, P., Breach, A., ve Friedman, E. 2000. Corporate governance the asian financial crisis. *Journal of Financial Economics*, 58(1-2): 141-186.
- Kalleberg, A. L. 2001. Organising flexibility: The flexible firm a new century. *British Journal of Industrial Relations*, 39(4): 479-504.
- Kraakman, R. H., ve Hansmann, H. B. 2001. The end of history for corporate law. *Georgetown Law Journal*, 89: 439-468.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., ve Vishny, R. W. 1997. Legal determinants of external finance. *Journal of Finance*, 52(3): 1131-1150.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., ve Vishny, R. W. 1998. Law and finance. *Journal of Political Economy*, 106(6): 1113-1155.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., ve Vishny, R. W. 2000. Agency problems and dividend policies around the world. *Journal of Finance*, 55(1): 1-33.
- Lai, J., ve Sudarsanam, S. 1997. Corporate restructuring response to performance decline: Impact of ownership, governance and lenders. *European Finance Review*, 1(2): 197-233.
- Levine, R. 1997. Financial development and economic growth: Views and agenda. *Journal of Economic Literature*, 35: 688-726.
- Levine, R., ve Zervos, S. 1988. Stock markets, banks and economic growth. *American Economic Review*, 88(3): 537-558.
- Lins, K. V. 2003. Equity ownership and firm value emerging markets. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(1): 159-184.
- Mahoney, P. G. 2001. The common law and economic growth: Hayek might be right. *Journal of Legal-Studies*, 30(2): 503-525.
- Majumdar, S. K. 1998. Slack the state-owned enterprise: An evaluation of the impact of soft-budget constraints. *International Journal of Industrial Organization*, 16(3): 377-393.
- Mayer, C. 1997. Corporate governance, competition, and performance. *Journal of Law and Society*, 24(1): 152-176.
- McConnell, J., ve Servaes, H. 1990. Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Journal of Financial Economics*, 27(2): 595-612.

- McConnell, J., ve Servaes, H. 1995. Equity ownership and the two faces of debt. *Journal of Financial Economics*, 39(1): 131-157.
- Miwa, Y., ve Ramseyer, J. M. 2005. Who appoints them, what do they do? Evidence on outside directors from Japan. *Journal of Economics ve Management Strategy*, 14(2): 299-337.
- Modigliani, F., ve Perotti, E. 1997. Protection of minority interest and the development of security markets. *Managerial Decision Economics*, 18(7-8): 519-528.
- Morck, R., Shleifer, A., ve Vishny, R. W. 1988. Management ownership and market valuation: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 20(1): 293-315.
- Mueller, D. C. 2003. *The Corporation: investment, mergers, and growth*. New York: Routledge.
- Mueller, D. C., ve Reardon, E. 1993. Rates of return on corporate investment. *Southern Economic Journal*, 60(1): 187-220.
- Mueller, D. C., ve Yurtoglu, B. B. 2000. Country legal environments and corporate investment performance. *German Economic Review*, 1(2): 187-220.
- O'Sullivan, M. 2000. *Contests for corporate control: Corporate governance and economic performance the United States and Germany*. Oxford: Oxford University Press.
- O'Sullivan, M. 2003. Employees and corporate governance. P. Cornelius ve B. Kogut (Der.), *Corporate Governance and Capital Flows a Global Economy*: 105-132. Oxford: Oxford University Press.
- OECD. 2007. Corporate governance Turkey, a pilot study. Paris.
- Peterson, M. A., ve Rajan, R. G. 1995. The effect of credit market competition on lending relationships. *Quarterly Journal of Economics*, 110(2): 407-443.
- Picot, A., ve Kaulmann, T. 1989. Comparative performance of government-owned and privately-owned industrial corporations - empirical results from six countries. *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, 145(2): 298-316.
- Porter, M. 1990. *The competitive advantage of nations*. New York: The Free Press.
- Rajan, R. G., ve Zingales, L. 1998. Power a theory of the firm. *Quarterly Journal of Economics*, 113: 387-432.
- Rajan, R. G., ve Zingales, L. 2003. The great reversals: The politics of financial development the twentieth century. *Journal of Financial Economics*, 69(1): 5-50.
- Roe, M. J. 1993. Takeover politics. M. M. Blair (Der.), *The Deal Decade*: 321-353. Washington, D.C.: Brookings Institution.
- Roe, M. J. 2000. Political preconditions to separating ownership from corporate control. *Stanford Law Review*, 53(3): 539-606.
- Romano, R. 1987. The political economy of takeover statutes. *Virginia Law Review*, 73(1): 111-199.
- Romano, R. 1993. *The genius of american corporate law*. Washington, DC: AEI Press.
- Schmidt, K. 1997. Managerial incentives and product market competition. *Review of Economic Studies*, 64(2): 191-214.
- Schwab, S. J., ve Thomas, R. S. 1998. Realignment corporate governance: Shareholder activism by labour unions. *Michigan Law Review*, 96(4): 1018-1094.

- Shleifer, A., ve Vishny, R. W. 1997. A survey of corporate governance. *The Journal of Finance*, 52(2): 737-783.
- Short, H., ve Keasey, K. 1999. Managerial ownership and the performance of firms: Evidence from the UK. *Journal of Corporate Finance*, 5(1): 79-101.
- SPK. 2003. Hisse senedi piyasasında manipülasyon. Ankara.
- SPK. 2006. 2005 yılında yayınlanan kurumsal yönetim uyum raporlarıyla ilgili genel değerlendirme. Ankara.
- Stigler, G. J. 1958. The economies of scale. *Journal of Law and Economics*, 1: 54-71.
- Stigler, G. J. 1971. The theory of economic regulation. *Bell Journal of Economics and Management Science*, 2(1): 137-146.
- Thomsen, S., ve Pedersen, T. 2000. Ownership structure and economic performance the largest european companies. *Strategic Management Journal*, 21(6): 689-705.
- Tirole, J. 2001. Corporate governance. *Econometrica*, 69(1): 1-35.
- Tobin, J. 1965. A general equilibrium approach to monetary theory. *Journal of Money Credit and Banking*, 1(1): 15-29.
- Togan, S., Nebioglu, H., ve Dogan, S. 2005. Integration and the manufacturing industry. B. M. Hoekmanve S. Togan (Der.), *Turkey, economic reforms and accession to the European Union*: 87-122. Washington, DC: The International Bank for Reconstruction and Development / The World Bank and the Centre for Economic Policy Research.
- Vining, A., ve Boardman, A. E. 1989. Ownership and performance competitive environments: A comparison of the performance of private, mixed, and state-owned enterprises. *Journal of Law and Economics*, 32(1): 1-33.
- Vining, A., ve Boardman, A. E. 1992. Ownership versus competition: efficiency public enterprise. *Public Choice*, 73(2): 205-239.
- Vives, X. 2000. Corporate governance: Does it matter? X. Vives (Der.), *Corporate Governance: Theoretical and Empirical Perspectives*: 1-21. New York: Cambridge University Press.
- Volpin, P. F. 2002. Governance with poor investor protection: Evidence from top executive turnover Italy. *Journal of Financial Economics*, 64(1): 61-90.
- Williamson, O. E. 1975. *Markets and hierarchies: Analyses and antitrust implications*. New York: The Free Press.
- Winter, R. K., Jr. 1977. State law, shareholder protection and the theory of the corporation. *Journal Legal Studies*, 6(2): 251-292.
- World Bank. 2001. Finance for growth: Policy choices a volatile world. Washington D.C.
- Yermack, D. 1996. Higher market valuation of companies with a small board of directors. *Journal of Financial Economics*, 40(2): 185-212.
- Yurtoglu, B. B. 2000. Ownership, control and performance of Turkish listed firms. *Empirica*, 27(2): 193-222.
- Yurtoglu, B. B. 2003. Corporate governance and implications for minority shareholders Turkey. *Journal of Corporate Ownership & Control*, 1(1): 72-86.

---

**Melsa ARARAT**, Sabancı Üniversitesi, Yönetim Bilimleri Fakültesi öğretim üyesidir. Aynı zamanda Sabancı Üniversitesi Kurumsal Yönetim Forumu direktörlüğü ve Küresel Kurumsal Yönetim Forumu Yükselen Pazarlar Araştırma Ağı koordinatörlüğünü sürdürmektedir. Melsa Ararat geç sanayileşmiş ölkelerde yönetim sistemleri ve yönetim uygulamalarının ekonomik ve toplumsal gelişme ile ilişkisi konusu ile ilgilenmektedir.

**B. Burçin YURTOĞLU**, Vıyana Üniversitesi, İktisadi Bilimler Fakültesi, Ekonomi Bölümü öğretim üyesidir. Aynı zamanda Sabancı Üniversitesi, Yönetim Bilimleri Fakültesi'nde Network öğretim üyesi olarak çalışmaktadır. Endüstri ekonomisi ve finansal iktisat alanlarında yönetim ve rekabet ekonomisi konularında akademik ve uygulamaya yönelik çalışmaları vardır.