

(Ian Greenwood'un konuşmasından sonra....)

Dr. MELSA ARARAT:

Çok teşekkürler Ian. Ian'in söylemediği ama benim vurgulamak istediğim bir deneyimi var Hermes'in. Hermes farklı bir yaklaşım izledi. Portföylerinde bulunan şirketler içerisinde kurumsal yönetim açısından kötü olanları seçip onlarla aktif bir ilişki içerisine girerek bu ilişki sonunda dogabilecek değer artışından dolayı bir kazanç elde edeceklerini ümit ettiler. Şirket kayıtlarını geçen sene 3 akademisyene açtılar. Hermes'in kötü yönetildiğini iddia ettiği şirketlerin bazıları Hermes'le işbirliğine girmeye hevesli olmadılar. Ama üç yıllık verilerin incelenmesi sonucunda bu şirketlerin gerek Hermes'in talebine yanıt olarak gerekse kendi iradeleriyle Hermes'in önerdiği ve kamuya açıkladığı doğrultuda yaptığı değişiklikleri gerçekleştirmelerinin ardından bu şirketlerin hisse değerlerinde önemli bir artış oldu. Bu araştırma çok önemli bir araştırma olarak görüldü, zira aktif hissedarlığın şirketlerin çalışma biçimine ve değerine olan etkisine dair bir kanıt ortaya koydu. Ancak bu değer artışının kalıcı olup olmadığı henüz incelenmedi. İncelenmesi süren bir diğer konu yapılan iyileştirmelerin operasyonel karlılığa bir etkisi. Ben şunu söyleyerek devam edelim diyorum konuşmacılara: performans ve kurumsal yönetim arasındaki ilişkiler hiç de zannettiğimiz kadar açık bir ilişki değil. Umarım bunu ilerideki dakikalarda tekrar ele alma fırsatımız olacaktır.

Şimdi sözü Justin'e bırakmak istiyorum. Institutional Shareholder Services Kurumsal Yönetim Programı Direktörü Justin Reynolds bize ISS'in yaklaşımlarını ve ISS'in kurumsal yönetim derecelendirmesi konusunda deneyimi aktaracak.

(JUSTIN REYNOLDS sunumunu yaptı)

MELSA ARARAT_devam:

Sözü Murat Bey'e vermeden önce ben yine araya giriyorum. Akademisyenlerin görevi biraz da provoke etmektir, mevcut düşünceleri sarsmaktır. Ben sezgilerimizi ve öngörülerimizi bir tarafa bırakarak bilimsel araştırmaların performans ve kurumsal yönetim ilişkisi konusundaki bulgularını kısaca özetlemek istiyorum. Bilimsel araştırmalar 2 alanda yoğunlaşıyor. Bir kısmı şirketin karlılığı, diğerleri şirketin değeri üzerine yoğunlaşıyor. Bu araştırmaları incelerken dikkat etmemiz gereken husus şu: araştırmalar farklı kurumsal yönetim değişkenlerini ele alıyorlar. Bazen bazı değişkenler belli çevre koşullarında önemli olabiliyor. Örneğin çok tartıştığımız bağımsız yönetim kurulu üyelerinin yönetim kurulunda olmasının şirketin hisse değerine ve karlılığı üzerine etkisi gelişmiş ülkelerde negatif. Daha fazla bağımsız yönetim kurulu üyesi bulunduran şirketler ne daha karlı ne de hisse değerleri daha yüksek. Buna karşın YK üyesi sayısı ile şirketin değeri arasında ve karlılığı arasında bir ilişki bulunabiliyor. YK üye sayısı 4-7 arasında değişen şirketlerin hem karlılığı hem Pazar performansı daha iyi. Gelişmekte olan ülkelerle ilgili yapılan araştırmalar genelde bir tek değişken ile performans ilişkisini araştırıyor. Özetle özerinde görüş<birliğine varılmış belli bir kurumsal yönetim değişkenleri seti ve performans arasında genel geçerli bir sebep-sonuç ilişkisi olduğuna dair açık veriler yok. Ülkelerdeki kurumsal yönetim çerçevesi, hissedar haklarının korunuyor olması, yasaların uygulanıyor olması vs bir bütün olarak o ülkede sermaye piyasasının gelişmesine ve dolayısıyla o ülkedeki şirketlerin daha yüksek değer elde etmesine yol açmakta amd ama bir şirketin kurumsal yönetim konusundaki tercihleri o şirketin daha karlı yada daha yüksek piyasa değerine sahip olmasına yol açıyor mu sorusunun cevabını bilimsel araştırmalara bakarak diyebiliriz ki duruma göre değişiyor. Gelişmiş ülkelerde aradaki ilişkinin gözlemlenememesinin bir sebebi gözlenebilir bütün kurumsal yönetim mekanizmalarının artık yasaların içine girmiş olması. Denetim kurulunda bağımsız üye olması yasalara girmiş durumda denetim komiteleri yasalara girmiş durumda. Gelişmekte olan ülkelerde durum farklı. Çünkü yasalarla belirlenen ve yaptırımı olan uygulamalar çok daha sınırlı olduğu için şirketlerin gönüllü olarak yaptıkları tercihlerin hisse

değerini bariz bir şekilde etkilediğini görüyoruz. Sonuçta kurumsal yönetim hissedarlara güven vermek ve Dilek Hn'da söylediği gibi daha iyi karar vermeye yol açan uygulamaları benimsemek. Örneğin yönetim kurulunda bağımsız Yönetim Kurulu Üyelerinin olması o şirketin daha iyi karar almasına yol açıyor mu açmıyor mu? Olabilirde olmayabilirde.Yönetim kurulu üyesinin kim olduğuna bağlı. O yönetim kurulu üyesinin ne şekilde seçildiğine bağlı. Yönetim Kurulunun nasıl çalıştığına bağlı. Bağımsız yönetim kurulu üyeleri sayısının ne kadar olursa olsun şirketin karar alma sürecinde ne ölçüde yer aldıklarına bağlı. Örneğin ISS 50 kriteri ile yapılan çalışmalarda ISS 'in 50 kriterine uyan şirketlerin hisse performansının daha iyi olduğunu görüyoruz ama bir başka araştırma bu 50 kriterden yalnızca 5 tanesinin belirleyici olduğunu kanıtıyor,diğer 46 kriter ile şirket performansı arasında ilişki bulunamıyor. Murat Bey'e sözü vermeden önce söyleyeceğim şey şu. Hangi ülkede, hangi uygulamanın yatırımcıya güven vereceği o ülkenin ve şirketin koşullarına bağlı. Yatırımcıların beklentilerini karşılayacak uygulamalarla pazara güven sinyali veren şirketlerin hisse değerinde bir artış oluyor. Bu artış örneğin Kore de % 160'a kadar varabiliyor. Kurumsal yönetim bir ülkede ne kadar kötü ise bu sinyalin pazar değerine yansması o kadar güçlü. Ancak şirketin operasyonel karlılığına etkisi olup olmadığını kanıtlayan yeterince araştırma yok. Bunun olmamasını sebebi de

- a) Şirketler ile ilgili yeterince güvenilir finansal bilgiler yok.
- b) Bu şirketlerin nasıl karar aldıkları konusunda,yönetim kurullarında ne olup bittiği konusunda, kurumsal yönetim mekanizmalarının şirketin yönetime ne şekilde yansıdığı konusunda gözlemlenebilir kriterler yeterince bilgi vermiyor.

Yönetim kurulları ve karar alma süreçleri bizim için kara kutu. Bu kara kutuyu açamadığımız sürece sanıyorum performans ve kurumsal yönetim uygulamaları arasındaki ilişki konusunda konuşmaya çok devam edilecek. Şimdi Murat Bey'e sözü vermek istiyorum. Sanıyorum uygulamalarınızı anlatacaksınız.

(MURAT DOĞU sunumunu yaptı)

MELSA ARARAT_devam:

Son olarak Türkiye ile ilgili araştırmalara değinerek söyleyeceğim noktaları tamamlamak istiyorum. Türkiye'de kurumsal yönetim ve şirket değeri ilişkisi üzerinde çok az sayıda ampirik araştırma var. Bir kısmı Sabancı Üniversitesi ve ilgili araştırmacılar tarafından gerçekleştirildi. En büyük sorunumuz veri olmaması veya verilerin güvenilir olmaması. Bildiğimiz kanıtlanmış olan ilişkiler şunlar:

Birincisi: Geçtiğimiz kriz döneminde, azınlık hissedarlarının haklarının daha iyi korunduğu, daha şeffaf ve belli bir iş alanına odaklanmış, fazla yayılmamış şirketlerin ve halka açıklık oranı daha yüksek olan yada birden fazla kontrol eden ortağı olan şirketlerin bu krizlerdeki değer kaybı daha az olmuştur. Yani diyebiliriz ki hissedar haklarını daha iyi koruyan, daha şeffaf, işine odaklı ve mülkiyetin daha yaygın olduğu şirketler krizlere karşı daha dayanıklıdır. İkinci bulgu: Oy imtiyazı olan şirketler ve piramit yapılar oluşturan gruplarda piramitlerin alt sıralarında yer alan şirketler ve buna benzer araçlarla baskın ortakların kontrol gücünü sermaye oranlarının üzerinde arttıran şirketlerin hem performansı hem hisse değeri daha düşük. Yani piramidin 4. sırasındaki şirket piramidin en üstündeki şirketlere göre daha az karlı ve piyasa değeri de daha düşük. Mülkiyet yapıları şeffaf değil, bu çok önemli bir sorun. Türkiye'de şirketlerin sahiplerinin kim olduğunu bilmiyoruz. Mülkiyet yapıları ve Yönetim Kurulu çalışmaları konusunda şeffaflık ile borç oranı arasında bir ilişki var. Daha yüksek borçlanma hem büyüme ile ilgili bir göstere hem de yönetimi disipline edici bir unsur. Borç oranı daha yüksek olan şirket tabii ki daha disiplinli çalışma durumunda olan bir şirket. Borçlanma şeffaflığı getiriyor. Ayrıca mülkiyet yapısı şeffaf olan ve yönetim kurulu çalışmaları konusunda kamuya daha fazla bilgi veren şirketlerin temettü performansının da daha yüksek

olduğunu buluyoruz. Bildiklerimiz bunlardan ibaret. Bunun dışında hangi kurumsal yönetim değişkenleri performansı etkiliyor bilmiyoruz. Çalışmalar sürmekte.

Gelişmekte olan ülkelerin şirketleri giderek IPO için Londra borsalarını tercih ediyorlar. 2006'nın ilk öyreyğinde 10'un üzerinde Rus şirketi halka açıldı. Londra'da halka açılmak çok kolay değil dolayısıyla bunların Kurumsal Yönetim standartlarının çok yüksek olması gerekir diye düşünebilirsiniz. Türkiye'dekine benzer bir şekilde LSE'nin Kurumsal Yönetim koduna uyum 'uy yada açıkla' ilkesine dayanıyor. Açıklamaların doğru yada yeterli olmasını denetleyen mekanizma Pazar, yani yatırımcılar. Kurumsal Yönetim uyum raporlarında açıklanan bilgilerin düzenleyici tarafından incelenmesi gibi bir uygulama yok. Buna gerek duyulmamış. Ancak gelişmekte olan ülke şirketlerinin açıklamalarının güvenilir olmadığını yeni anlamaya başladı yatırımcılar. Halka açılmayı planlayan bir Rus şirketini protesto çağrısı yaptılar. Kriterlere yüzeysel olarak uymak çok kolay. Bu noktada kurumsal yönetimin gelişmişlikle yani demokratikleşme ile olan ilgisi ortaya çıkıyor. Açıklanan bilgilerin ve verilen taahhütlerin doğru olup olmadığını denetleyecek, sorgulayacak ve gerektiğinde sesini yükseltecek aktif bir toplum gerekli. Demokratik ortamın kurulabilmesi için önemli bir koşul ise siyasi gücün dengelenmesini geektiriyor. Siyasi gücün altında ise ekonomik güc var. Ekonomik gücün dengelenmesi ise mülkiyet yapıları ile ilgili. Halka açık şirketlerde bile %70-80'lerde bir mülkiyet konsantrasyonu var. Sanıyorum özet şu, demokratik geleneklerin bir toplumda yerleşmesi ve kurumsal yönetimin hakkı ile yapılması birbiri ile çok ilişkili şeyler. 40 dakika sürdü bizim oturumumuz. Zaman kullanma performansımız çok iyi belki birkaç soru alabilir miyiz Murat Bey?

KONUŞMACI: OECD ilkeleri her ülkenin kendine özgü koşulları göz önüne alınması gerektiğini belirtiyor. Dolayısıyla burada sizce ne kadar esneklik olmalı?

MELSA ARARAT:

OECD ilkeleri belirli bir gelişmişlik düzeyi var sayılarak oluşturulmuş. Daha sonra bu ilkelerin uygulanabilmesi ve istenen sonucu verebilmesi için kurumsal alt yapının da belirli bir olgunluğa gelmiş olması gerektiği tekrar tekrar ifade edildi. Her şeyden önce hukuk sisteminin çalışıyor olmasına ve diğer bazı kurumların gelişmiş olduğu varsayımına dayanıyor ilkeler. Örneğin Yönetim Kurulunun Denetim Komitesi oluşturmasından söz edelim. Bu denetim komitelerinin hangi kurumsal yapı içerisinde çalışıp etkin olabileceği konusu ilkelerde yer alan bir şey değil. Bir ülkede eğer muhasebe standartları oturmuyorsa veya yoksa, yada hazırlanan raporların denetlenmesi için gerekli denetçi kapasitesi yoksa denetim komitesinin var olması fazla bir fayda sağlamayacaktır. Aynı şekilde iç denetim fonksiyonu çalışmıyorsa denetim komitesi kağıt üzerinde kalacaktır. Dolayısıyla sanırım kapasite ve kurumlar son derece önemli.