

# Kurumsal Şirket Yönetimi Alanında Genel Durum ve Yaşanılan Sorunlar (Şirketler Açısından)

Dr. Melsa ARARAT  
Sabancı Üniversitesi

Programda bir istisna hariç (Sayın Şerif Kaynar) tüm konuşmacıların kamu sektöründen ya da üniversitelerden geldiğini görüyorum. Benim sizlere sunacağım perspektif biraz farklı olacak. Şirketlerin bakış açısından Kurumsal Yönetimi ele almaya çalışacağım. Bunu yaparken hem kişisel deneyimlerime hem de bu konudaki teorik çalışmalara dayanacağım. Ben öncelikle sizlerin uzmanlık konusunu anlamak istiyorum ki değineceğim konular sizlere en fazla katkıda bulunabilecek konular olsun. Sanıyorum ağırlıklı ekonomistler var aramızda. Yanılıyor muyum? Ekonomistler ellerini kaldıracaklar mı?

Ekonomistler çoğunlukta değilmiş tahmin ettiğimin aksine! Peki hiç özel sektörde yönetici olarak çalışmış arkadaşımız var mı? İki tane. O zaman bu sunumun konusunu şirketler açısından Kurumsal Yönetim diye belirleyerek yerinde bir tercih yapmış oluyoruz. Bu benim için şu nedenden dolayı sevindirici; konuyla ilgili uluslararası toplantılarda gelişmekte olan ülkelerde kamu politikalarının en azından şirketlerin davranışları kadar önemli olduğunu anlatmaya çalışıyorum. Çünkü gelişmiş olan ülkelerde kamu politikalarının özel sektörün gelişmesini destekleme konusunda tartıştıkları konular bizim ele almamız gereken konulardan oldukça farklı ve daha az belirleyici. Orada şirketlerin davranışları Kurumsal Yönetim kalitesi üzerinde daha önemli bir rol oynuyor. Kurumsal Yönetim alanındaki tartışmalar büyük ölçüde şirketlere çeki düzen vermek üzerinde yoğunlaşmış durumda ve şirketlerin bu çeki düzen verme işini tamamen şirket çıkarlarını gözetenek ve gönüllülük ilkesi bazında yapmaları beklenmekte. Bundan dolayı da genelde 'yönetim kurulunda kaç bağımsız

üye olsun, üç mü olsun beş mi olsun, denetim kurulunda kim olsun' gibi bize belki şu anda çok da kritik gelmeyen konular gündemde olabiliyor. Bundan şirket Yönetim Kurullarının çalışma ve davranış biçimlerinin önemsiz olduğu sonucu çıkartılmamalı. Ancak kamu politikalarının, yasaların ve düzenlemelerin şirketlerin Kurumsal Yönetim çabalarını etkinleştirecek, ödüllendirecek biçimde olması çok önemli. Bunu bu topluluğun önünde daha fazla vurgulama gereğini duymuyorum.

Üzerinde duracağım konular şunlar: Kurumsal Yönetim nedir, neden önemlidir, gündemdeki tartışmalar nelerdir, Türkiye'deki çerçeve ve Türkiye'deki tartışmalar nelerdir? Bütün bunlara şirketler açısından bakmaya çalışacağım ve daha sonra da temel kamu politikaları alanında yapılması gereken şeylere değineceğim, zira sizler kamu sektörü çalışanları olarak sonuçta bu konuyla daha çok ilgilenmektesiniz. 'Kurumsal Yönetim' sözcüğünü kullanıyorum prezantasyonumda ama bu tercümenin çok yerine oturmadığı kanısındayım çünkü 'governance' yönetim değil. 'corporation' anonim şirkete karşılık geliyor daha çok. Kavramların üretildiği dil kullandığınız dil olmayınca böyle zorluklarla karşılaşıyorsunuz. Çoğu gelişmekte olan ülkede bir tercüme sorunu yaşanıyor bu konuda. 'Corporate governance' kodları diye adlandırdığımız belgelerin çok garip isimler aldığını görüyoruz. Esas olarak 'Corporate Governance'ın anonim şirketlerin (anonim ortaklıkların) yönetimi ile ilgili çok disiplinli bir çalışma alanı olduğunu söylemek gerekir. Yani konumuz bütün şirketlerin değil, konumuz anonim şirketlerin, yani ortaklarının sorumluluğu sınırlandırılmış şirketlerin sorumluluğu ortaklar adına üstlenen Yönetim Kurulları tarafından yönetimi. Her ne kadar Kurumsal Yönetim ilkelerinin bütün şirketlere, şirket uygulamalarından çıkartılan derslere dayanarak kamu şirketlerinin yönetimine ve hatta Avrupa Birliği yönetimine uygulanması gerektiği gibi tartışmalar olmakla beraber bunlar gereksiz ve uygunsuz genellemeler. Nasıl tercüme ederseniz ediniz 'Corporate Governance' anonim şirketlerin yönetimiyle ilgili bir çalışma alanı. Henüz kabul gören başka bir sözcük olmadığı için *Corporate Governance*'in karşılığı olarak bundan sonra "Kurumsal Yönetim" kavramını kullanacağım.

İki açıdan ele alabiliriz Kurumsal Yönetimi. Birinci olarak şirketlerin yönetim kurulları (yönetim kurulu üyesi olmak ile yönetici olmanın farklı statüler olduğunu hatırlatalım), icradan sorumlu yöneticiler, hissedarlar ve paydaşlar, yada katılımcılar dediğimiz gruplar arasındaki hak ve sorumlulukların dağılımı, ikinci olarak şirket kararlarının verilmesiyle ilgili kural ve yöntemler. Kim hangi kararları vermelidir, bu kararları verirken ne gibi yasal ya da yasada olmayan bağlayıcı yükümlülükleri vardır? Bu soruları yanıtlarken Kurumsal Yönetimin amacını dikkate almamız gerek. Kurumsal Yönetimi iyileştirerek yapmak istediğimiz şey şirketlerin daha verimli ve daha karlı çalışmalarını sağlamaktır. Neden bu önemli bir amaç olarak karşımıza çıkıyor? Çünkü dünyada refahın ve zenginliğin itici gücü şu anda özel sektör. Beğenelim ya da beğenmeyelim bu bir gerçek. Zenginliğin, refahın ve değer yaratmanın motor gücü özel teşebbüs. Özel teşebbüsün kârlı ve verimli olması

ekonomik gelişmenin ve büyümenin belirleyici unsurlarından biri. Tabii değer yaratma ve yaratılan değerın dağıtımını ayrı konular. Kurumsal Yönetim yaratılan değerın topluma nasıl dağıtılacağı konusunda odaklanmıyor. Ancak yaratılmayan refah dağıtılamaz. Dolayısıyla birinci meselemiz özel sektörün etkin ve verimli bir şekilde çalışması, kaynakların en karlı ve verimli şirketlere aktarılması ve fakat bunun süreklilik ve sürdürülebilirlik gözetilerek sağlanması.

Sürdürülebilir kârlılık ve sürdürülebilirlik pek çok konuda karşımıza çıkan bir kavram. Şirket yönetimi alanında sürdürülebilirlik şirketlerin uzun dönemli karlılığı hedeflemeleri ve bunu yaparken kullandıkları kaynakların devamlılığını ve ekolojik dengeleri gözetmeleri konusunda odaklanıyor. Sürdürülebilirlik kavramının şirketlerin yönetiminde önemli bir konu haline gelmesinin nedeni şirketlerin ulaştığı ekonomik büyüklük, şirket faaliyetlerinin sınırlarının belirsizleşmesi, bu faaliyetlerin topluma etkisinin tüm toplumu ilgilendiren ve hatta sınır ötesi boyutlara ulaşması. Şirketlerin sürdürülebilir bir kârlılığı hedeflemesi bu nedenle toplumsal bir mesele olarak karşımıza çıkıyor. Sorun anonim şirketlerde hissedarların bu konuda tanımlanmış hiç bir sorumlulukları olmaması. Sorumlu yatırımcı, sorumlu hissedar kavramları daha çok etiğin alanına giriyor. Anonim şirket kavramının çıkışı sermaye birikiminin çok gerekli olduğu sanayi öncesi dönemlere gitmekte. İlk olarak demiryolları yapımında gerekli olan sermayeyi toplamak için kurulmuş bir organizasyon yapısı. Tasarruflarınızı veriyorsunuz, 'Ben şirket yönetmekten anlamam ama ben bu atılıma katkıda bulunmak istiyorum, bunun karşılığında da gerçekleşecek olan kârdan bir pay almak istiyorum' diyorsunuz. Burada dikkatinizi çekmek istediğim bir nokta var, anonim şirketin hissedarı şirketin mal varlığının ortağı değildir. Şirketin mal varlığı şirkete aittir. Şirketin hissedarlarının mal varlığından bir şey talep etme hakları ancak şirket tasfiye edildiğinde vardır. Şirketin bütün diğer alacaklıları alacaklarını aldıktan sonra kalan miktar üzerinden bir hak talep edebilir hissedar. Hissedar olmaktan doğan kar payı almak hakları vardır ama şirket mal varlığının ancak 'residual' ortağıdır. Çok sayıda hissedarın, bazen milyonlara varan hissedarların olduğu şirketlerde hissedarların hepsinin kolektif olarak şirketi yönetmeleri zaten mümkün değildir. Şirketi bir referandumla yönetemezsiniz.

Dolayısıyla şirket yönetmek için şirketi yönetmek sorumluluğunu ve o sorumlulukla ilgili yetkileri devrettiğiniz bir yönetim kurulu atanız gerek. Hissedarlar bu görevlerini genel kurullarda oy kullanarak yapıyor. Dolayısıyla yönetim kurulunun görevi hissedarların elçisi olarak o şirketi hissedarların beklentilerine uygun olarak yönetmektir. Ama hissedarların beklentileri tek kıstas değildir. Ayrıca hissedarların çıkarları birbirleriyle çatışabilir. Yönetim kurullarının yasal sorumluluğu hissedarlara karşı değil, şirkete karşıdır, çünkü şirket yasa ile kurulmuş ayrı bir tüzel kişiliktir. Yönetim kurulları şirketin çıkarlarını öncelikle düşünmek zorundadır. Ama hissedarların çıkarlarını gözetmeyen bir yönetim kurulunun görevde kalması mümkün değildir çünkü onları göreve atayan hissedarlardır. Dolayısıyla hissedarların

beklentilerini karşılarken diğer taraftan da şirketin çıkarlarını gözetmek ve hissedarları şirketin çıkarları için yapılması gereken aktiviteler ve alınması gereken kararlar konusunda ikna etmek mecburiyetindedir yönetim kurulları. Gazetelerde dikkatinizi çekti mi bilmiyorum, Concord uçakları uçuştan kaldırılıyor. Uçak teknolojisinde en ileri noktada olan uçaklar ne yazık ki operasyon kârlı olmadığı için British Airlines tarafından müzelerle kaldırılacak. British Airlines'ın en büyük rakibi Virgin Airlines bütün Concord filosunu bir sterline satın almak için teklifte bulundu. Her bir uçağın değeri milyar dolarlarla ifade ediliyor ve sanırım altı-yedi Concord var filoda. British Airlines tekliften bir saat sonra "Hayır" dedi. British Airlines yönetimi bu kararının hissedarların yararına olduğunu hissedarlara anlatmak zorunda. British Airlines'ın Concord'ları operasyondan kaldırması ciddi bir yeniden yapılanma maliyeti getirecektir. Oysa bu operasyonu karlı bir biçimde yürütebileceğine inanan bir yönetim bu maliyetleri ve sorumlulukları devralabilir. Kötü yönetilen girişimlerin bir kontrol piyasası işleyişi içinde devralınabilmesi çok önemli. Bu devralmaları engelleyecek mekanizmaların kaldırılması gerekir.

Hissedarların özellikle yaygın olduğu ve hissedarlar arasında emeklilik fonlarının bulunduğu ülkelerde halka açık şirketlerin yönetimi bütün gözlerin üzerinde olduğu bir konu haline geldi. Sermaye dünyanın her tarafına gitmeye başladı. Bunun sebebi geldikleri ülkede kâr edememeleri değil. Ekonomist arkadaşlarımız gayet iyi bilecektir ki rekabet edebilmek ve maliyetleri düşürebilmek için gereken boyutlar giderek büyümekte. Bazı sektörler için küresellik kârlılığın bir ön koşulu. Yatırım sermayesi de bugün serbest bir biçimde dolaşmakta. Yatırım yapılabilecek ülkeler ve alanlar sonsuz. Ülkeler rekabetçi bir yaklaşımla yabancı sermaye politikalarını geliştirmek zorunda. Sermayenin gelmesi tek başına yeterli değil. Bir ülkeden sermayenin aniden çıkması, ki Türkiye'de bunu yaşadık, Uzakdoğu krizlerinde bu yaşandı, çok basit nedenlere dayanabiliyor ve kar topu etkisi yapıyor. Gelişmekte olan ülkeler yatırımcıların güvenini kaybettiklerinde ülke boyutunda sorun yaşanıyor. Dolayısıyla kalıcı sermayenin, uzun soluklu sermayenin cezbedilmesi ve teşvik edilmesi gerekli. Gelişmiş ekonomilerde bu çok farklı değil ancak şoklar daha kolay absorbe edilebiliyor. Enron krizinde Enron çalışanları çok büyük ölçüde varlıklarını kaybettiler, yani kaybeden yalnızca hissedarlar olmadı, Enron'un hisselerine yatırım yapan ya da ücretlerinin büyük bir kısmı hisse ile ödenen çalışanlar oldu. Hissedarların sorumlulukları sınırlı olduğu için yetkileri de sınırlı. Bu yetkilerin en önemlisi Yönetim kurulunu atayıp görevden almak. Yönetimde yer almayan hissedarlar için şirketlerin nasıl yönetildiği ve hangi ilkelerle yönetildiği son derece önemli.

Diğer dikkatinizi çekmek istediğim konu yeni ekonominin gereksinimlerinin de Kurumsal Yönetimi önemli bir hale getirdiği. Eskiden şirketlere verilen borçların arkasında şirketin elle tutulur varlıkları vardı. Yeni ekonomi şirketlerinde böyle bir şey yok. Ortada bir fikir var. Örneğin Amazon'un yıllarca kâr etmeden çalıştığını hatırlayın. Amazon olağanüstü boyutlarda zarar ederken Amazon hisselerinin sahipleri

çok yüksek oranlarda kâr ettiler. Neden? Çünkü şirketin gelecekteki kârlılığıyla ilgili beklentiler çok yüksekti. Yeni ekonomi şirketi iflas ettiğinde nesini alacaksınız şirketin? Fikrini alamazsınız. Şirketin gidişatını geçmişe dair finansal raporlardan da öğrenmek çok zor. Onun için de şirketlerin yönetim kurullarının nasıl çalıştığı, şirketin geleceği ile ilgili stratejileri, karar alma mekanizmaları, yönetim kurullarının yöneticilerle ve hissedarlarla ilişkilerinin niteliği önemli konular haline geldi yatırımcılar açısından.

Yararları nelerdir Kurumsal Yönetimin? Eğer sermaye piyasalarından para topluyorsanız, büyüme için gerekli olan yatırımlar için borç alıyorsanız ne kadar iyi yönetilen bir şirketseniz o kadar çok ve o kadar ucuz para bulursunuz. Birinci mesele bu. Türkiye’den örnekler vermeye çekiniyorum çünkü belki politik olarak doğru olmayacak ama dikkat ederseniz bazı şirketler kredi almakta son derece rahatlar. Bazı şirketlerimiz çok düşük faizle borç alabilmekte, bazı şirketler için ise durum ümitsiz. Bunun sebebi nedir? O şirketlerin yönetim kalitesinin borç verenlerin tarafından nasıl algılandığıdır. Güven verdiği oranda risk primi azalacaktır. En ucuz para borsada hisselerin satışı ile elde edilen paradır. Ancak bunun cazip olması için hisselerin değerinin şirket değerini yansıtması gerekir.

İki tip pazardan söz etmek lazım. Daha önceki konuşmacılar da değindiler sanıyorum, birincisi sermayenin, mülkiyetin dağılmış olduğu ülkeler, yani Amerika, İngiltere ve Anglosakson geleneklere dayanan Avustralya, Yeni Zelanda, kısmen Güney Afrika. Bu ülkelerde sermaye yoğun değil, yani şirketlerde kontrolü elde tutan bir hissedar göremiyorsunuz. Örneğin Dow Chemical’da en büyük ortağının hisse oranı %1’i geçmiyor. Böyle bir şirkette en büyük risk hissedarlar için nerededir? Yönetim kurulunun işleyişindedir. Çünkü şirketle ilgili bütün kararları profesyonel yönetim kurulu verecektir. Hissedarlar onların verdikleri kararlara göre yaptıkları yatırımın geri dönüşünü alacaklardır ya da alamayacaklardır. Yönetim kurulunda kim var, yönetim kurulu nasıl denetleniyor, kim tarafından denetleniyor, denetçi ile yönetim kurulu arasında bir bağ var mı, denetim bağımsız mı, şirket yönetim kurulu üyeleri ile ya da üyelerinin yakınlarıyla herhangi bir ticari ilişki içerisine girmiş midir, yönetim kurulu ve icra yönetimi arasındaki ilişkiler nasıldır? Bütün bunlar çok önemli konular haline geliyor.

Temel problem hissedarlar ve yönetim kurulu arasında. Yönetim kurullarının çok büyük güçleri var Anglosakson ülkelerinde. ABD’de yaygın bir uygulama icranın başının aynı zamanda icrayı denetleyen yönetim kurulu başkanı olması. İcraatı yapan da icraatı denetleyen yönetim kurulu başkanı da aynı kişi. Siz kendi yaptığınızı nasıl denetleyebilirsiniz? Denetçiyi seçen de icranın başındaki genel müdür. Yani ben, beni denetleyecek olanı seçiyorum, kendi kendimi denetliyorum ve çok iyi şeyler yaptığıma kanaat getiriyorum ve sene sonunda primimi alıyorum, maaşım da zaten milyon dolarlarla ifade ediliyor. Eğer şirketi iyi yönetemezsem beni işten çıkarıyorlar ama işten çıkarılırken de büyük miktarda parayı götürüyorum. Dolayısıyla ne yaparsam yapayım

ben kazanıyorum. Şirketi kötü yönetirsem beni işten çıkarıyorlar ama çok yüklü para alıyorum devam etsem çıkarlarımı kollamak için her olanağa sahibim. Görüldüğü gibi yönetim kurulu başkanı ile genel müdürün ayrı kişiler olması bu tür rejimlerde önemli bir tartışma konusu haline geldi. Genel Müdür ve yönetim kurulu başkanının aynı olmasını savunanlar şunu iddia ediyor: 'Ben çok atılgan bir özel sektörüm, benim başarımın arkasında yatan temel karakter hızlı karar vermek, liderlik. Genel müdür olarak ben aynı zamanda çok da para kazanmak isteyen biriyim ve beni motive eden bu mal varlığımı arttırabilme olasılığıdır. Beni sınırlamayın, beni sınırlarsanız bunun olumsuz etkisi şirketin değerinin düşmesi doğrultusunda olacaktır. Hem siz kazanın, hem ben kazanayım. Zaten bana bu olanakları sağlamazsanız sağlayacak başka şirketler var.' Bu argümanlar yavaş yavaş geçerliliğini kaybetmeye başladı. Artık bu iki fonksiyonun ayrılmaya başladığını görüyoruz. Sarbanes-Oxley yasası ile denetim kurumlarının şirket yönetiminden bağımsız, muhasebe finans konularından anlayan kişilerden oluşması gerekliliği geliyor. Yönetim kurulu başkanlığı ve genel müdür ayrımı sermayenin dağılmış olduğu rejimlerdeki çatışmalara bir örnek.

Türkiye gibi sermayenin yoğun olduğu, halka açılma oranının düşük olduğu ülkelerde ya kontrolü elde tutan bir hissedar vardır ya da bu kontrol bir takım kademeli yada iç içe geçmiş ilişkiler kanalıyla sağlanmaktadır. Siz A şirketinin %51 hissedarisinizdir, A şirketi ve yine %51 ortağı olduğunuz B şirketi başka bir şirketin ortağı olur oradaki toplam kontrol oranınız dolayısıyla %51'e çıkar ama koyduğunuz sermaye esasında azınlıktadır. Dolayısıyla bu şekilde iç içe girmiş ilişkilerle daha az sermaye koyarak daha çok kontrol mümkün olmaktadır. Gelişmekte olan ülkelerde kontrol eden hissedarların genellikle aileler olduğunu görüyoruz. Örneğin Sabancı, Koç, Eczacıbaşı grubu şirketlerinde soyadları aile üyeleri hem hissedar, hem murahhas aza olarak görev yapmaktadırlar. Yani kontrol eden hisse sahibi aynı zamanda yönetim kurulundadır ve muhtemelen icrada da yer almaktadır. Burada ilginç bir durum karşımıza çıkıyor, hissedar, yönetim kurulu üyesi ve yönetici aynı kişi olabiliyor.

Bu resim bize olumlu bir imaj mı vermektedir olumsuz bir imaj mı? Bu konudaki argümanlar farklı. Birincisi bir hissedarın ya da birden fazla hissedarın şirketin geleceği ile ilgili olması ve dolayısıyla aktif hissedar olarak şirketin uzun dönemli çıkarlarını gözetmesi olumlu. Bir milyon tane hissedarı olan bir şirket düşünün. Yönetim kurulunu bir milyon hissedar izliyor. Diğer yanda bir aile şirketi var, aile şirketin geleceği ile ilgili. Bir milyon hissedar sizi beğenmiyorsa satar hissesini gider başka şirketten hisse alır, yani sizin performansınızı arttırma konusunda aktif olması için kuvvetli bir motivasyonu yoktur. Bu motivasyona ancak kurumsal yatırımcılar sahiptir. Ama kurumsal yatırımcılar da sonuçta bir yönetim kurulu tarafından yönetilen anonim şirketlerdir. Örneğin emeklilik fonlarını ele alalım. Sizin emeklilik fonlarımız bir kurumsal yatırımcıda olduğunda siz hak sahibisinizdir ama sizin adınıza o kurumsal yatırımcıyı yöneten bir yönetim kurulu vardır. Kurumsal yatırımcıların yönetimlerinin

de hak sahiplerinin çıkarlarını koruyacak şekilde görev yapmaları gerekir. Bunu düzenlemelerle gerçekleştirebiliyoruz. Sermaye piyasasındaki en büyük düzenlemeler yatırım yaptıkları şirketlerin performanslarını uzun dönemli olarak gözetmek zorunda olan kurumsal yatırımcılar üzerine yoğunlaşmakta. Tek tek yatırımcıları regüle edemezsiniz. Onlara ki siz aktif yatırımcı olun, şirketin yönetim kuruluna hesap sorun diyemezsiniz, siz genel kurullara katılmazsanız hissedar haklarınız kaybedersiniz diyemezsiniz.

O halde sermayenin dağıtılmış olduğu rejimlerde yönetimin kontrolü esasen misyonları itibarıyla sorumlulukları ve yasal yükümlülükleri olan kurumsal yatırımcılar tarafından gerçekleştirilecektir. İngiltere’de, Amerika’da, sanıyorum Türkiye’de de karşımıza çıkacak, kurumsal yatırımcılara aktif yatırımcı olmak mecburiyeti getirilmiştir. Genel kurula katılma, görüş belirtme, yatırım kararlarını alırken portföylerine aldıkları şirketlerin uzun dönemli kârlılıklarını gözetmiş olup olmamalarını açıklama mecburiyetleri vardır. Gördüğümüz gibi sermayenin dağıtılmış olduğu ülkelerde sıradan insanların hissedar olmasıyla şirketlerin sosyal sorumlulukları toplumsal bir mesele olarak ortaya çıkıyor. Amerikan halkının yarısından fazlası hissedar. Bu oran Avrupa’da bunun yarısından az. Avrupa’da Kurumsal Yönetim Amerika ve İngiltere’deki kadar gelişmiş değil. Tabii beni eleştirecek olan arkadaşlarımız olabilecektir ama bunun bir kanıtı şirket değerleri, sermaye piyasalarının derinliği. Amerika ile Avrupa arasında büyük bir fark var. Avrupa sermaye piyasalarını derinleştirmeye, tek pazarı oluşturmaya çalışıyor. Bunu yaparken de yatırımcıya güven vermeye çabılıyor. Yatırımcı Avrupa borsalarını değil Amerikan borsalarını tercih ediyor, daha güvende hissediyor kendisini Amerikan borsalarında. Peki Avrupa’daki durum nereden kaynaklanıyor? Avrupa’da da sermaye yoğun. Avrupa’da bankalar ve şirketler, altını değiştirmede sonunda bir aile, kontrolü elde tutuyor. Mülkiyet dağılmış değil. Mülkiyet dağılmayınca şirketin daha iyi yönetilmesinin ekonomik ve sosyal muhatabı azınlık hissedarlar ve çalışanlar oluyor. Bu çerçeveden baktığımızda Anglosakson felsefede hissedar hakları üzerindeki vurgunun nedenini anlayabiliyoruz. Avrupa’da paydaş hakları öne çıkıyor çünkü hissedar haklarının savunulması refahın dağıtılması için bir mekanizma oluşturuyor.

Türkiye gibi ülkelerde Kurumsal Yönetimin temel meselesi çoğunluğun ya da kontrolü elde tutan hissedarların azınlık hissedarlarını ve diğer paydaşları mülksüzleştirilmesi (istismarı)dir. Esas meselemiz budur. Ne yapmalıyız ki bizim kontrolü elde tutan hissedarlarımız yatırımcıya güven versin, küçük yatırımcıların tasarrufları yatırımlara aksın, ekonomiyi canlandırsın, yurt dışındaki kurumsal yatırımcılar ve doğrudan yatırımlar Türk şirketlerine yönelsin? Bunun çerçevesini oluşturmak temel meselemizdir. Türkiye yabancı sermaye açısından ekonomik karakteristiklerine göre çok düşük bir pay almaktadır. Türkiye yatırımcıya güven vermemektedir. Tabii sistemik nedenleri bir kenara bırakmamız lazım, bölge dengesi, politik istikrarsızlık çok önemli. Özellikle politik istikrarsızlığın en ufak bir belirtisi

olduğu anda sermaye hızla çekilir. Türkiye'deki sorunların bu açıdan yani azınlıkların ve yatırımcıların haklarının korunması açısından ele alınması gerekir. İşin diğer tarafına, kontrolü elde tutan hissedarların bu kontrolü elden çıkartmak için ne gibi bir motivasyonu olduğuna bakalım. Diyelim ki bir şirketi kontrol eden aileyiz. Neden, hangi beklentiyle hisselerimizi azaltıyoruz ve şirketin %10, %15, %20 sini değil de %50'sini halka açıyoruz. Eğer şirketimizin değeri borsada gerçek değerini yansıtmıyor ise eğer hissedar olarak haklarımız, azınlık ya da çoğunluk, korunmuyor ise pek anlamlı bir karar olmayacaktır bu. (Örneğin bankaların devralınması sırasında hissedarların temmettü dışındaki haklarının ortadan kaldırılması dünyaya Türkiye'de mülkiyet haklarına saygı gösterilmediği mesajını verdi.).

Birincisi sermaye piyasalarında şirketlerin pazar değerinin defter değerine yaklaşması lazım. Ekonomistler yine bileceklerdir iyi limonlarla kötü limonlar bir arada olduğunda iyi limonların fiyatı kötü limonların fiyatına yaklaşır. Diğer ülkelerdeki çalışmalarda borsalar içerisinde ayrı segmentlerin oluşturulması çalışmalarının olumlu sonuç verdiğini görüyoruz. Örneğin Brezilya'da böyle bir yeni pazar var, İtalya'da aynı şekilde. Bu segmentin üyesi olan şirketler ya kamuya açıklama konusunda çok daha geniş yükümlülüklerle sahipler ya da getirilen başka diğer kurallara uydukları için daha iyi yönetiliyorlar. Yatırımcıya diyor ki borsa bakınız işte bu İtalyan borsası ama bu borsanın içerisinde şöyle bir grup var ki o grup diğerlerinin yerine getirdiği listeleme koşullarının yanı sıra şunları da yerine getiriyor. Diyelim ki stratejik olarak Bulgaristan'a yatırım yapmak istediniz. Öyle bir karar verdiniz diyelim, akıllıca mı değil mi tartışılır. Bulgaristan'da bir borsa var, sektörlere baktınız ve yatırım yapacağınız sektörü seçtiniz. (Tabii sistemik riskler spekülatif yatırımları teşvik ederek likit şirketlere yönelimi artırıyor) Bir de daha iyi çalışan yönetim kurallarına sahip, çok daha fazla açıklama yapma sorumluluğunu üstlenmiş şirketler var. Hangisini seçersiniz? Tabii daha fazla sorumluluk yüklenip kendisini size daha fazla hesap vermeyi taahhüt etmiş olan şirketi seçersiniz. Peki bu yeter mi? Hayır, çünkü daha iyi Kurumsal Yönetim şirketin verimli olmasını, kârlı olmasını garanti etmez.

Böyle doğrudan bir sebep sonuç ilişkisi göremiyoruz araştırmalarda. Ama istismarın ve yolsuzluğun önlenmesini, hortumlamayı ve eğer işler kötü giderse yönetimi değiştirebilme olanağını, işlerin kötü gittiğini anında anlama olanağını size sağlar ve eğer istismar olursa da hakkınızı arama olanağını sağlar. Yoksa yönetim kurulunda beş tane bağımsız üye var, denetim komitesi var diye şirketin yönetiminin o şirketi daha verimli daha kârlı yöneteceği yani daha başarılı bir strateji uygulayacağının bir garantisi yoktur. Sonunda değer yaratan şirketin iş modeli ve stratejik yönetimidir. Başarılı yönetim yasal bir yükümlülük değildir, bir sorumluluktur tabî, yani yöneticinin şirketin çıkarlarını gözetme yükümlülüğü vardır ve şirketin performansından sorumludur. Ancak bunu iyi niyet çerçevesinde yapar. Performansı kötü diye bir yöneticiyi hapse atamazsınız ama istismar etti diye yolsuzluk yaptı diye hapse



atabilirsiniz. Sorumluluğunuz var ama o sorumluluk bağlayıcı olmakla birlikte yasal değil.

Bazı araştırmalar daha iyi Kurumsal Yönetime sahip şirketlere yatırımcıların daha fazla değer biçtiğini gösteriyor. Örneğin iki ayrı şirketin finansal tablolarının aynı olduğunu, aynı sektörde olduklarını varsayalım. Daha iyi Kurumsal Yönetim kurallarına uymayı taahhüt eden şirketlere yatırımcılar Kanada'da %11 daha fazla değer biçiyorlar. Regülasyonlar ve pazar o şekilde çalışıyor ki o ilave taahhüdün değeri %11. Türkiye'de bu rakam %27. Eğer düzenlemeler, standardlar, yasalar ve onların yaptırımı güven yaratmıyorsa şirket değeri iskontoya uğruyor. Kurumsal bir yatırımcıyla konuşmamda söz konusu kurumsal yatırımcı bu belirsizlik içinde karar vermede en önemli kriterin yönetim kurulu üyeleri, yönetim kurulu ile hissedarlar arasındaki ilişkiler olduğunu belirtti. 'beni ilgilendiren onların ahlakları' dedi çünkü başka hiç bir şey mülksüzleştirilmemeyi garanti etmiyor.

Bildiğimiz bazı şeyler var bilimsel araştırmalara dayanarak. Birincisi biliyoruz ki mülkiyetin çok dağıtılmış olduğu durumlarda sorunumuz yönetim kurulunun kontrolü. Hissedar aktivistleri, sivil toplum kuruluşları bu konuda önemli bir rol oynayabiliyor. Örneğin Kanada'da sermaye yoğun ama yatırımcıların iyi yönetime verdikleri prim düşük. Bu demek ki olay hisse dağılımının nasıl olduğu değil hisse dağılımının arkasında yatan sebepler ve o hisse dağılımının içinde bulunduğu çerçevede şirketlerin nasıl faaliyet gösterdiği. Tipik bir gelişmekte olan ülkede kontrolü elinde tutan hissedar kontrolü elden çıkarttığında kendi haklarının korunacağına güvenmiyor. Spekülatif saldırılara hedef olacağını ve bunlar karşısında bir güvencesi olmadığını düşünüyor. Yoksa siz çok daha az para koyarak çok daha fazla para kazanabilecekseniz, bunu neden yapmayasınız? Daha fazla likiditeyi neden istemeyesiniz ?

Yönetim kurulu yapıları ile şirket performansı arasındaki ilişki konusunda da çok açık korelasyonlar yok yani yönetim kurullarında bağımsız üye olursa şirketin daha iyi yönetildiğine, daha kârlı olduğuna, değerinin arttığına dair bulgular yok. Bağımsız üyelerin ağırlıkta olduğu şirketlerde de kötü yönetimler olabiliyor.

Hukuk sisteminin kaynağı konusunda araştırmaların ortaya koyduğu bir sonuç şirket hukuku ve genel hukuk sisteminin Kıta Avrupası sistemine dayandığı ülkelerde yatırımcı haklarının daha az korunduğu doğrultusunda. Anglosakson hukuk sisteminde bu haklar çok daha sıkı bir biçimde korunuyor. Araştırma sonuçları yatırımcıların yatırım yaptıkları ülkelerin hukuk sisteminin orijinlerine bakarak Kıta Avrupası kaynaklı sistemlerin geçerli olduğu ülkelerdeki şirketlerin kuruluş bildirgesinde, tüzüğünde yatırımcı haklarının korunmasına yönelik ek güvenceler armalarının önemine işaret ediyor. Bildiğiniz gibi Kıta Avrupası hukukunda yasa kelime kelime yorumlanır, Anglosakson hukuk öze bakar. Örneğin şu anda Amerika'da kurumsal yatırımcılar yönetim kurulu başkanı ve genel müdürü ayırmayan yönetim kurulları

aleyhine iyi niyet kuralını ihlal ettikleri iddiasıyla dava açma olasılığını konuşuyorlar. Türkiye’de yada Avrupa’da böyle bir şey yapamazsınız. Somut olarak suçun ne olduğunu tanımlamanız ve o tanımı da hukuk içinde bulmanız gerek.

Kültür ve özellikle iş kültürü çok önemli. Katılımcı, paylaşımcı, demokratik geleneklerin olmadığı ülkelerde iyi yönetim kurallarının uygulanması çok zor. Yönetim Kurulunun murahhas azaları onlar olmaksızın değerlendirmesi iyi yönetimin bilinen bir uygulaması. Genel müdüre ‘Biz seni değerlendireceğiz, onun için sen lütfen dışarı çık biraz bekle.’ diyeceksiniz. Bunu bazı kültürlerde, örneğin Türkiye’de çok zor yaparsınız. Örneğin çok büyük bir şirketin yönetim kuruluna bağımsız üye olarak atandınız, iyi bir profesyonelsiniz, konunuzu iyi biliyorsunuz. Şirket aile şirketi, yönetim kurulunda ailenin soyadını taşıyan ünlüler var. Zaten sizi onlar davet etmiş yönetim kuruluna. İlişkilerin çok belirleyici olduğu ve sosyal baskının fazla olduğu bir ekonomide acaba bağımsız üye ne ölçüde bağımsız olabilir? Malta borsasının başkanıyla konuşuyordum, ‘Biz 250 bin kişiyiz zaten’ dedi, ‘burada bağımsız insan olması mümkün değil, nasıl koyabiliriz böyle bir ilkeyi kurallarımız içine?’ Önemli olan düşüncenin bağımsızlığı. Siz psikolojik olarak dahi o kadar varlık ve güce sahip bir kişinin yanında bağımsız düşüncenizi sergileyemeyebilirsiniz. İstedığınız kadar regüle edin, sınav yapın, sertifikalar verilsin, kültürü değiştirmek çok zor. Dolayısıyla hiyerarşik yapıların egemen olduğu, ataerkil geleneklerin sürdüğü, paylaşımcılığın, demokratik geleneklerin yerleşmediği ülkelerde şirket yönetimlerinin yasalar ve düzenlemelerdeki reformlarla değişmesi hemen olacak şey değil. Bu süreci en fazla hızlandıracak unsurlardan birisi yabancı ortaklıklardır. Yönetim kurulunuzda yabancılar olacaktır. Örneğin Turkcell’in yönetim kurulunda üç tane Finli var. Yabancı ortaklıklarda yönetim kurullarının bağımsızlığının (bağımsız derken davranış ve düşünce bağımsızlığından söz ediyorum) daha az engelle karşılaştığını görüyoruz.

Gelişmekte olan ülkelerde en önemli sorun yasaların yaptırımı. Türkiye’nin yasal çerçevesi ve düzenlemeleri uluslararası standartlardan büyük bir sapma göstermiyor. Ama yaptırım son derece zayıf. Geçtiğimiz dört-beş yıl içerisinde SPK her sene ortalama 100 şirketi savcılığa şikayet etmiş. Bunlar web sitelerinde var. Çoğu da pazar manipülasyonu ve içeriden öğrenenlerin ticareti ile ilgili. Her sene bu 100 şirketten sadece bir tanesiyle ilgili bir karar verilmiş. Bu karar ceza kararı da olmayabilir. Ayrıca bir sene verilen karar da o sene açılan davalarla ilgili değil, daha önceki seneye ilgili davalar. Ortalama 13, 14 ay sürmüş herhangi bir başvurunun bir kararla sonuçlanması. Tabii cezaların caydırıcılığı da konuşulması gereken bir konu. Tekrar edelim, bunlar yalnızca bize özgü sorunlar değil. Hukuk sisteminin reformu zor ve pahalı bir iş. Bu alandaki zayıflıkları şirket kuruluş bildirgeleri ile kapatmak da yeterli bir çözüm değil. O halde gönüllü olarak şirketlerin daha iyi kurumsal yönetim sistemini benimsemesi sağlanmalıdır. Bunu özendirilecek politikaların düzenleyiciler ve kamu politikalarını üretenler tarafından oluşturulması gerekir. Yani ceza değil teşviklere öncelik vermek gerekir. Bu demek değil ki yolsuzlukların arkasından

gidilmesin ama yalnızca cezaya dayalı yaptırımlar ekonomimizin canlanmasına yol açamayacaktır. Girişimcilik cezayla değil özendirmeyle düzenlenmeye daha yatkındır.

Devletin ekonomideki rolü sorgulanması gereken diğer bir konu. Bence Türkiye'deki Kurumsal Yönetim sorunlarının en önemli nedeni devletin hala ekonomide ağırlığını koruyor olmasıdır. Bu ağırlık azaldığı ölçüde ve devlet kamu politikaları, alt yapı ve demokratikleşme konusun odaklanıp özel sektörün daha verimli, daha karlı ve sorumlu bir biçimde çalışmasını teşvik ettiği ölçüde bizdeki uygulamalar da iyileşecektir. Bu rekabetçiliği canlandıracak ve yaratıcılığı da özendirecektir. Devlet ve özel sektör arasındaki çıkar gruplarının oluşturduğu oligopolistik yapıları kırmak rekabetçiliğin gelişmesi açısından çok önemli. Özelleştirmeler de bu kapsamda düşünülmelidir. Devletin hisse sahibi olduğu şirketlerde devlet şunu unutmamalıdır ki devlet esasında orada kamu adına bir elçilik görevi yapmaktadır. O şirkete ayrılan kaynaklar vergilerden gelmektedir. Şirket devletin değil kamunun malıdır ve devlet bir araçtır. Bu konu özelleştirme uygulamaları kapsamında son zamanlarda Kurumsal Yönetim literatüründe ele alınmaya başlandı.

Özetlersek, hukuk sistemimiz Kıta Avrupası ve Fransız hukuku kaynaklı. Fransa hukuku hissedar haklarının korunması açısından dünyadaki en kötü hukuk sistemlerinden bir tanesi olarak geçiyor. Devletin ekonomideki ağırlığı hala yüksek. Borsamız sığ. Mülkiyet ailelerde yoğunlaşmış durumda. Değerleme standardımız yok. İki şirketi alıp bunlardan hangisinin performansının daha iyi olduğuna karar vermemize imkan sağlayacak bir standart yok. Yurt dışındaki bir şirketle, bir Avrupa bir Amerika şirketiyle Türkiye şirketini karşılaştırma fırsatı hiç yok. (Bizdeki muhasebe standartları daha çok prezantasyona yöneliktir ve vergiye esas olmak üzere tanımlanmıştır. Uluslararası Muhasebe standartlarına uyum kararı ile (konsolidasyon sorumluluğunun ve enflasyon muhasebesinin gelmesiyle) bu değişecek. Enflasyon muhasebesi uygulanmayan ve yüksek enflasyonlu bir ülkede herhangi bir yatırımcının yatırım yapması düşünülemez bile, çünkü gerçek olmayan karlardan çok yüksek vergiler veriliyor. ) Yasalar arasında uyumsuzluk var. Ticaret kanunu ve SPK arasında, SPK ve BDDK çalışmaları arasında uyumsuzluk var. Mülksüzleştirme (expropriation) çok yaygın. Medya ve diğer sivil toplum güçleri zayıf. Bankacılık sektörümüz sorunlu (ama sorunlarını halletme yolunda). Kontrat kanunu, iflas kanunu, sigortalar kanunu Kurumsal Yönetimin temel taşları. Bu konularda çok büyük eksiklikler var. Karın temettü dışında yollardan sermayedarlara aktarıldığını belki bilimsel olarak kanıtlamak durumunda değiliz ama anekdotlar bunun böyle olduğunu gösteriyor.

Reform öncelikleri diye baktığımızda birinci mesele şeffaflık. Yönetim kurullarının sorumluluklarının bu konudaki sorumluluklarının artırılması lazım. Hissedar haklarının korunması ve hissedarların eşit muamele görmesinin önündeki engellerin kalkması lazım. Sermaye piyasası kurumların güçlendirilmesi lazım. SPK'ya, diğer

düzenleyici kurullara büyük görev düşmekte. Nitekim son dönemlerdeki çalışmalara bakarsak bu yolda ciddi çabaların olduğunu görmekteyiz.

Kısaca TÜSİAD ve Sabancı Üniversitesi'nin kurduğu forumdan bahsetmek istiyorum sözlerime son vermeden önce. Üç ana çalışma alanında faaliyet göstermek üzere bu kurum oluşturuldu. Birincisi yönetim kurullarını eğitmek. Yönetim kurulu üyelerimizin eğitime ihtiyacı var. Avrupa ve Amerikan borsalarında faaliyet göstermek istiyorlarsa, kurumsal yatırımcıları çekmek istiyorlarsa, çok geciktirilmiş olan yatırımlarını finanse edecek iyi koşullarda kredi bulmak istiyorlar ise çalışma biçimlerini düzeltmek durumundalar. Zaten Amerikan borsalarında yer almak ya da bu borsalarda kote şirketlerle iş yapmak isteyen şirketlerin Amerika'daki yeni getirilen düzenlemelere uyma mecburiyeti var. Kurumsal Yönetim sistemlerinin birbirine yaklaştığını görüyoruz giderek. Çünkü cezbedilmek istenen sermaye aynı sermaye. O sermaye aynı kurallara, aynı kriterlere bakmak istiyor. İkinci olarak bu eğitimlerin temelini oluşturacak araştırmalar yapmak. Üçüncü olarak Kurumsal Yönetim konusunda bilinç oluşturma. Çalışmalarımız Dünya Bankası ve OECD'nin kurduğu Küresel Kurumsal Yönetim Forumu, Avrupa Kurumsal Yönetim Enstitüsü ve enstitü ağında yer alan üniversitelerle işbirliği içinde sürdürülmekte. Çalışmalarımız kamuoyuna bir web sitesi ve düzenli yayınlarla duyurulacak.

Dinleyici: Türkiye'nin daha çok Kıta Avrupasına yakın olduğunu söylediniz ama Türkiye bu konuda bilinç oluşturma ekseninde ne tarafa doğru gitmeye çalışıyor yani Avrupa modeline mi Anglosakson modeline mi? Ya da bunun orta yolunu bulabilecek miyiz?

ARARAT: Türkiye'de bu bilinç oluşturma sorumluluğunu resmi olarak üstlenmiş bir kurum yok. Ama benim görüşüm ikisini de dikkate almak durumunda olduğumuz yönünde. Nitekim özellikle şeffaflık ve denetim konusunda Avrupa'daki Kurumsal Yönetim yapısı Amerika'ya doğru yaklaşmakta, yaklaşmadığı noktalardaki reaksiyonlar yavaş yavaş elimine edilmekte. Bunun yanı sıra Avrupa Parlamentosu Avrupa'yı dünyanın en rekabetçi en buluşçu toplumu haline getirmeyi ve bunu sürdürülebilirlik teması etrafında gerçekleştirmeyi hedefliyor. Amerika'nın rekabet avantajlarından biri pazarın boyutu. Avrupa tek pazarı yaratılarak bu boyutlar oluşturulmaya çalışılıyor. Avrupa modeli sosyal sorumluluk ve paydaş eksenli bir yaklaşım getiriyor. Buluşçuluk çalışanların motivasyonuna çok bağlı. Yani hissedar modelinin getirdiği her şeyin üzerine çalışanların verimli ve buluşçu olmasını sağlayacak unsurlar gelmeli. Bizim sermaye piyasası kanunumuz büyük ölçüde Anglosakson özellikler taşıyor. Sermaye Piyasası Kurulu'nun geliştirdiği ve Web sitesinde değerlendirmeye açtığı koda bakarsanız burada da Sarbanes-Oxley yasaının getirdiği düzenlemelerin referans olarak alındığını göreceksiniz. Biz Avrupa Topluluğu'na katılacak bir ülke olarak tabii Avrupa'daki politikaları gözlemek ama aynı zamanda sermaye piyasalarının gelişmesi için de gereken her şeyi de yapmak zorundayız. Bir tercih hakkımız yok yani.

Uğur ALP (Avrasya Stratejik Araştırmalar Merkezi): Gerçi konuşmanızın başında sorularınızda toplum psikoloğu veya sosyolog var mı diye sormadınız ama bir şeyi sormak istiyorum; özellikle biz toplum olarak hesap sormak ve hesap vermek konusunda ne kadar meyilliyiz bunu bir analiz edebilir misiniz?

Dr. ARARAT: Ben sosyolog olmadığım için bu konuda da görüş belirtmemin doğru olduğu kanısında değilim.

ALP: En azından kişisel tecrübelerinizle bir mukayese.

Dr. ARARAT: Kişisel deneyimim; hesap sormayı biliyoruz ama hesap vermeyi bilmiyoruz! Hesabı sorarken de kullandığımız yöntemler pek demokratik değil.

Güray KÜÇÜKKOCAOĞLU (Başkent Üniversitesi): Dünyada yeni bir trend var şirketlerin ömürleri otuz-kırkyılla kısıtlı duruma geldi. Veya böyle bir tartışma var. Şimdi biraz önceki konuşmalarınızda şirkete ortak olurken şirketin sadece hissedarıyız mal varlığına ortak değiliz derken eğer şirketin ömrü otuz-kırk yılla kısıtlıysa aslında artık hissedar yerine mal ortağı da olma yönünde bir değişim var bana göre. O zaman ben şimdi eğer dünyada şirketlerin ömrü kısalıyorsa kurumsal şirket yerine ailesel veya aile şirketlerine yatırım yapmayı daha cazip bir yatırım araca olarak görebilir miyim?

Dr. ARARAT: Gelişmekte olan ülkelerde aile mülkiyetinin önemli bir pozitif yanı olduğu kanısındayım. Çünkü aile mülkiyetiyle birlikte gelen bir aile geleneği var. Gözönündesiniz. Yanlış yapma hakkınızın olmayabilir. Aileler şirket markasıyla özdeşleşmiş. Ayrıca ikinci üçüncü nesiller toplumsal misyonlar edinmeye yatkın oluyorlar. Bir örnek vereyim size. Hindistan'da Tata şirketi böyle bir şirket, özellikle Hindistan'da Kurumsal Yönetimin yerleştirilmesi konusunda çok ciddi çalışmalarda bulunmuş bir aile şirketi. İster aile olsun ister bir şirket olsun, ister bir banka olsun, yani tamamen dağılmış bir hisse sahipliği yerine konsantre ama bir tane değil birden fazla ağırlıklı hissedarın olduğu şirketlerin daha verimli olduğunu görüyoruz. Birden fazla kontrol eden varsa ya da kontrolü paylaşan birden fazla ortak varsa bunlar birbirlerinin de istismarını engelliyorlar. Türkiye'de yabancı yatırımcılar büyük ölçüde aile şirketlerine yatırım yapıyorlar ama belirli bir geçmişi olan, Kurumsal Yönetim konusunda belli bir tutarlılık sergilemiş olan güvenilirlikleri biraz da geçmiş uygulamalarından kaynaklanan şirketlere yatırım yapıyorlar. Yani ailenin hangi aile olduğu önemli.

Erol KAYAALP (TCMB): Anglosakson ve Kıta Avrupası uygulamasından bahsettiniz. Merak ediyorum acaba Uzakdoğu Japonya ve Uzakdoğu ne tarafa daha yakın?

Dr. ARARAT: Uzakdoğu ve Japonya çok ayrı şeyler onları ayrı ele almak lazım. Japonya'da dağıtılmış sermaye ama sermayenin içiçe geçmesiyle ortaya çıkan bir grup mülkiyeti yapısı görüyoruz. Şunu söylemek lazım, bazı rejimlerde sermaye yapıları uzun dönemli yatırımları teşvik eder niteliktedir. Örneğin ağır sanayi yatırımları ya da

daha fazla sermaye yatırımı gerektiren sektörlerin Avrupa'da geliştiğini görüyoruz çünkü beş sene on sene 15 sene beklemeniz gerekir kâra geçebilmeniz için. O sabrı gösterecek hissedara ihtiyacınız var. Japonya buna olanak veren bir sistem. Amerika'da hiç böyle bir şansınız yok. Amerika yarın istiyor temettüsünü. Değişik sermaye yapıları ve değişik Kurumsal Yönetim yapıları değişik endüstrilerin gelişmesine yol açıyor. Yani iyi tek bir model vardır ve tek bir model her ülke ve her sektör için geçerli demek doğru değil. Örneğin yönetim kurullarında başkan ve genel müdürün ayrılması hisselerin çok dağınık olduğu şirketlerde olumlu bir şey ama atılım (risk) sermayesinde bence doğru değil. Bir girişimci bir fikirle ortaya çıkıyor, şirket ve fikir onun her şeyi. Ona sen genel müdürlük yap ama başka biri de yönetim kurulu başkanı olsun dediğiniz anda o girişimcinin hızını kesersiniz.

Dolayısıyla, her durumda geçerli uygulamalar yok her durumda geçerli ilkeler var. O ilkelerin hangi sektörde hangi ülkede ve hangi şirkette nasıl uygulanması gerektiğine şirketin karar vermesi lazım ve bu kararın hesabını verebilmesi lazım. Hemen hemen bütün ülkelerde kodların olduğunu görüyoruz. Bunlar yasalardaki boşlukları dolduruyor. Şirketler bunlara uymak mecburiyetinde değil neden uymadıklarını açıklayabildikleri sürece. Japonya çok ciddi sorunlar yaşadı bankacılık sistemi ile ilgili olarak. Ciddi atılımlar var Kurumsal Yönetimin iyileştirilmesi konusunda. Asya ise büyük ölçüde Amerikan modeline doğru yöneldi, çünkü çektiği sermaye Amerikan sermayesi. Hemen hemen bütün Asya ülkelerinde sermaye piyasası kanunları gözden geçirildi ve Kurumsal Yönetim kodları listeleme kuralları arasına alındı. Özellikle Kore'de bunların sonucunda çok ciddi ölçüde yabancı sermaye akışı görüyoruz. Malezya buna yine çok iyi bir örnek. Malezya çok ciddi ölçüde sermaye topluyor ama hiç unutmamalım ki yabancı sermayenin %70'inin gittiği on ülke Amerika, İngiltere Fransa, Almanya, İsveç, İsviçre. Çünkü sermayenin dışa açılma gerekçesi ucuz iş gücü değil. İşgücünün ucuz olmasının marjinal bir rolü olabilir ama belirleyici değil. Ben burada kâr edemiyorum başka pazarlara gideyim değil. İstikrarlı bir pazar neredeyse ve yatırımcı hakları nerede korunuyorsa sermaye oraya gidiyor. Onun için de maalesef Dünya Bankası'nın, IMF'in düşündüğü gibi gelişmekte olan ülkeler cazip olmadılar uluslararası sermaye için.