

Uluslararası Kurumsal Yatırımcıların Genel Kurullara Katılımı ve Oy Kullanma Eğilimleri

Melsa Ararat

Sabancı Üniversitesi Kurumsal Yönetim Forumu (CGFT) ve Sabancı Üniversitesi Yönetim Bilimleri Fakültesi
melsaararat@sabanciuniv.edu

B. Burçin Yurtoğlu

WHU – Otto Beisheim School of Management ve Sabancı Üniversitesi Kurumsal Yönetim Forumu (CGFT)
burcin.yurtoglu@whu.edu

Abstract

What determines the tendency of international institutional investors to participate in the general assemblies of companies they invest in and cast their vote? Using a sample of 62 countries, we show that measures of investor protection, better disclosure, stronger property rights protection and judicial efficiency positively affect these tendencies. We also show that, in a sample of ISE listed companies, institutional investors cast a higher fraction of their votes in larger companies, in companies with an MSCI membership and a cross-listing. Firm-specific measures of transparency and disclosure also influence the voting behavior. These effects change with the fraction of closely held shares.

Key Words: Corporate governance, Institutional investors, Voting

JEL Classification: G23, G32

Uluslararası Kurumsal Yatırımcıların Genel Kurullara Katılımı ve Oy Kullanma Eğilimleri¹

Melsa Ararat

Sabancı Üniversitesi Kurumsal Yönetim Forumu (CGFT) ve Sabancı Üniversitesi Yönetim Bilimleri Fakültesi
melsaararat@sabanciuni.edu

B. Burçin Yurtoğlu

WHU – Otto Beisheim School of Management ve Sabancı Üniversitesi Kurumsal Yönetim Forumu (CGFT)
burcin.yurtoglu@whu.edu

Özet

Bu çalışma uluslararası kurumsal yatırımcıların 62 ülkede yatırım yaptıkları şirketlerin genel kurullara katılma ve vekaleten oy verme oranlarını yatırımcı haklarının korunması, saydamlık ve kamuyu aydınlatma gibi göstergelerle ilişkilendirmektedir. Çalışma ayrıca, İMKB özelinde, kurumsal yatırımcıların oy verme oranları ile şirketlerin finansal özellikleri, pay sahipliği yapıları ve bilgilendirme politikaları arasındaki ilişkiyi incelemektedir. Bu bağlamda, MSCI endeks üyeliği, şirket büyüklüğü ve çapraz listeleme unsurlarının yanı sıra finansal saydamlık ve yönetim yapısının saydamlığının oy verme oranları üzerinde önemli bir rol oynadığı görülmektedir. Bulgular İMKB şirketlerinin pay sahipliği yapısının kurumsal yatırımcıların şirketle etkileşime girmesine ve şirket davranışlarını etkilemesine açık olmadığını düşündürmektedir..

Anahtar Kelimeler: Kurumsal Yatırımcılar, Kurumsal Yönetim, Oy Kullanma, Borsa
JEL Sınıflaması: G23, G32

¹ Bu makale kamuya açık veri kaynaklarının yanı sıra büyük ölçüde Uluslararası Kurumsal Yatırımcıların Broadridge® aracılığı ile kullandıkları oy talimatları verilerinin analizine dayanmaktadır. Yazarlar verileri sağlayan Broadridge firmasına müteşekkirdir

1. Çalışmanın Amacı

Günümüzde bir çok ülke iç finansman kaynaklarının kısıtlı olması nedeniyle yabancı sermayeyi özendirici iktisat politikaları geliştirme çabasıdadır. Yakın geçmişte bir dizi ülke sermaye piyasalarını liberalleştirerek yabancı sermayeyi önemli bir finansman kaynağı haline getirmiştir. Küresel sermaye piyasalarındaki önemli gelişmelerden bir diğeri de kurumsal yatırımcıların tüm dünyada artan önemidir. İstatistiki veriler kurumsal yatırımcıların sadece ABD’de ve diğer gelişmiş piyasalarda değil, gelişmekte olan ve özellikle yükselen piyasalarda da önemli bir dış sermaye kaynağı olduklarını göstermektedir. Bu gelişmenin dikkat çekici bir başka yönü kamu yararı açısından kurumsal yatırımcılardan beklenen rolün niteliksel bir değişim göstermesidir. Uluslararası organizasyonlar, aktivist gruplar ve hükümetler ekonomik olduğu kadar sosyal nedenlerle de kurumsal yatırımcılardan şirketlerin gözetim ve denetiminde daha aktif bir rol almalarını talep etmektedirler (Black, 1992 ve 1998; Gillan ve Starks, 2003 ve 2007). 2011 sonunda Birleşmiş Milletler Sorumlu Yatırım İlkeleri İnisiyatifi (United Nations Principles of Responsible Investment Initiative-UN PRI) sayısı 1000’in üzerinde ve yönettikleri varlıkların toplamı 30 trilyon ABD dolarını aşan kurumsal yatırımcıyı bir araya getirerek şirketlerin sosyal ve çevresel performanslarını arttırmak amacıyla bir ‘takas odası’ olarak işlev görmeyi amaçlamaktadır (Bkz. www.unpri.org).

Türkiye’de de geçtiğimiz yıllarda İstanbul Menkul Kıymetler Borsası’nda (İMKB) işlem gören hisse senetlerinin giderek daha büyük bir kısmı uluslararası kurumsal yatırımcılar tarafından saklanır olmuştur. Bu gelişmeler kurumsal yatırımcılar üzerindeki ‘sorumlu yatırımcı’ olma ve pay sahipliği haklarını kullanma yönünde artan baskılar ve Sermaye Piyasaları Kurulu’nun (SPK) yatırımcı ilişkilerinin geliştirilmesi konusundaki düzenlemeleri ile birleşmiş ve İMKB şirketlerinin giderek artan ölçüde kurumsal yatırımcıların etkinlik alanına girmesine yol açmıştır.

Uluslararası kurumsal yatırımcıların dünya ekonomisinde sermaye akımlarına yön verme konusunda artan önemi, uluslararası kurumsal yatırımcıların bazı ülke ve şirketlere finansman sağlamakta neden çekingen davrandıkları sorusunu öne çıkarmaktadır. Zayıf yönetim yapılarının, bu bağlamda giderek artan düzeyde açıklayıcı olduğu görülmektedir. Araştırmalar bazı ülke ve şirketlerin kurumsal yatırımcıların portföylerinde zayıf yönetim yapıları ve şeffaflıktan uzak yatırımcı bilgilendirme uygulamaları nedeniyle yer almadıklarını öne sürmektedirler (Li, Moshirian, Pham ve Zein, 2006; Ferreira ve Matos, 2008).

Uluslararası kurumsal yatırımcılar kontrol haklarını doğrudan veya dolaylı olarak kullanarak genel kurullarda oylanan gündem maddelerinin kabul veya reddinin ötesinde yatırım yaptıkları şirketlerin politikalarını ve piyasa değerlerini, dolayısıyla ulusal borsaların değerini etkileme potansiyeline sahiptirler. Bu açıdan bakıldığında pay sahipliğinin yaygın (*dispersed*) olduğu ve kurumsal yatırımcıların kolektif olarak payların çoğunluğuna sahip olduğu şirketler kadar kontrol eden ortakların mutlak oy çoğunluğuna sahip olduğu şirketlerin genel kurullarında da uluslararası kurumsal yatırımcıların katılım oranı ve oylarının doğrultusu incelenmeye değer bir konudur.

Geçtiğimiz yıllarda gerek ABD gerekse Avrupa Birliği ülkeleri kurumsal yatırımcıların genel kurullara katılımını kolaylaştırmak, genel kurul tarafından görüşülmesi ve/veya onaylanması gereken konuları genişletmek konusunda önemli adımlar atmışlardır. Yönetim kurullarının ödüllendirilmesinde yatırımcılara söz hakkı veren ve yönetim kurullarına aday gösterme veya adayları veto hakkının uygulanmasını kolaylaştırmayı amaçlayan düzenlemeler (*Proxy Access*) bunların başında gelmektedir.²

Bu çalışmanın ilk bölümünde amacımız uluslararası kurumsal yatırımcıların 60'dan fazla ülkede genel kurullarda katılma ve oy verme oranlarını incelemek ve bu bağlamda Türkiye'yi konumlandırmaktır. İncelemede Broadridge'in³ sağladığı ülke bazında yıllık ortalama oy kullanma verileri kullanılacak ve bu veriler incelemeye dahil olan ülkelerdeki yatırımcı haklarının korunmasına ilişkin hukuksal çerçeve ve kurumsal altyapıyı temsil eden saydamlık ve kamuyu aydınlatma gibi göstergelerle ilişkilendirilecektir.

Oy verme oranlarının ülkelerarası kurumsal yapı farklılıklarından olduğu kadar şirketler arasındaki farklılıklardan da nasıl etkilendiği de incelenmeye değer bir konudur. ABD ve Birleşik Krallık dışındaki ülkeleri incelemeye çalışan finans yazını amaca uygun veri kaynaklarının yetersizliği nedeniyle bu soruya ancak geçtiğimiz bir kaç yıl içinde eğilebilmiştir. Bir kaç istisnai çalışma dışında (Amzaleg, Ben-Zion ve Rosenfeld, 2009; Yasef ve Hamdani, 2011; McCahery, Sautner ve Starks, 2010) bu yazına doğrudan katkı yapan makale bulunmamaktadır. Çalışmamızın ikinci bölümünde İMKB şirketleri özelinde kurumsal yatırımcıların oy verme

² Bakınız Dodd-Frank Act: <http://origin.www.gpo.gov/fdsys/pkg/PLAW-111publ203/pdf/PLAW-111publ203.pdf>

³ Broadridge 50'den fazla ülkede kayıtlı 40000 fonun 70'den fazla ülkedeki yatırımlarında oy haklarının kullanılması sürecinde yetkili vekil olarak hizmet vermektedir (www.broadridge.com). Broadridge kendi alanında tekel olarak kabul edilmektedir.

oranlarını etkileyen şirket özellikleri incelenecek ve Broadridge tarafından sağlanan detaylı veriler şirketlerin finansal özellikleri ve mülkiyet yapılarına ilişkin verilerle birlikte analiz edilecektir. Bu bölümde elde ettiğimiz bulgular, Türkiye'nin gelişmiş ülkelere oranla farklı kurumsal altyapısı ve egemen kontrol yapıları nedeniyle yukarıda bahsi geçen uluslararası yazını zenginleştirici niteliktedir.

2. Uluslararası Kurumsal Yatırımcıların Roller ve Eğilimler

2009 sonu itibarıyla kurumsal yatırımcılar önemli bir kısmı hisse senedi olmak üzere 65 trilyon ABD doları değerindeki varlığı yönetmekteydiler (OECD, 2011a). Bu rakam kurumsal yatırımcılar tarafından yönetilen varlıkların son 20 yıl içinde dörde katlandığını göstermekte. Gonnard, Kim ve Ynesta (2008) kurumsal yatırımcıların OECD ülkelerindeki yatırımlarını 1995-2005 yılları arasında yıllık yüzde 7'ye varan oranda arttırmış olduklarını göstermektedirler. Khorana, Servaes ve Tufano (2005) aynı eğilimin yükselen piyasalar için de geçerli olduğunu belirtmektedirler. Diğer yandan, yaygın kanının tersine, ABD dışındaki şirketlere sermaye sağlamada ABD kaynaklı olmayan kurumsal yatırımcıların ve yerel kurumsal yatırımcıların ABD kaynaklı kurumsal yatırımcılara yaklaştığı raporlanmaktadır (OECD, 2011b; IMF, 2011).

Yeni araştırmalar uluslararası kurumsal yatırımcıların yatırım kararlarında hem ülke hem de şirket özelliklerinin etken olduğunu göstermektedir (Ferreira ve Matos, 2008). Ülke seçiminde ülkelerin kamuya açıklama standartları ve kurumsal yatırımcıya coğrafi yakınlığı, şirket seçiminde ise büyüklük ve payların mülkiyetinin yaygınlığı etken olmaktadır. Özellikle yatırımcı haklarının daha az korunduğu ve kamuya açıklama standartlarının düşük olduğu ülkelerde kurumsal istismar edilme endişesi ile kontrol haklarının bir baskın ortağın elinde yoğunlaştığı şirketlere yatırım yapmaktan kaçınılmaktadırlar. Buna karşın kurumsal yatırımcılar MSCI endeksinde yer alan, hisseleri ABD borsalarında çapraz işlem gören (*cross listed*) ve analistler tarafından takip edilen şirketlere daha fazla ilgi göstermekte ve daha fazla değer biçmektedirler (Doidge, Karolyi ve Stulz, 2004; Claessens ve Yurtoglu, 2012).

Diğer yandan kurumsal yatırımcıların şirketlerin kontrolünde oynadığı rol kaynaklandıkları ülkeye ve çıkar çatışmalarından bağımsız olup olmadıklarına göre değişmektedir. Örneğin ABD kaynaklı kurumsal yatırımcıların yükselen piyasalara ve büyüme odaklı hisselerine daha fazla eğilim gösterdikleri gözlemlenmektedir. Bir banka ile ilişkili fonlar ve sigorta şirketleri yatırım

yaptıkları şirketlerin yönetimlerini desteklemeye daha yatkınken, emeklilik fonları ve ortak yatırım fonları şirketleri izleme ve disiplin altına alma konusunda daha aktif davranmaktadırlar (Davis ve Kim, 2007; Lilien ve Rothberg, 2005). Bu bağlamda yabancı (yerleşik olmayan) ve bağımsız kurumsal yatırımcılar yatırım yaptıkları şirketlerin yönetim yapısına daha fazla önem vermekte ve sıklıkla bu alanda değişikliklere neden olmaktadır.

Kurumsal yatırımcılar, toplam payları önemli bir orana ulaştığı takdirde, doğrudan oy verme yoluyla veya ellerindeki payları satarak dolaylı yoldan yatırım yaptıkları şirketlerin piyasa değerini etkileyici bir rol oynarlar (Guercio, Seery ve Woidtke, 2008). Nitekim görgün araştırmalar yabancı ve bağımsız kurumsal yatırımcıların saklama oranları ile şirket değeri arasında kuvvetli bir ilişki olduğunu göstermektedir (Ferreira and Matos, 2008). Şüphe yok ki kurumsal yatırımcıların oy kullanma kararı yatırım ufkuna da bağlıdır. Uzun vadeli stratejik yatırımcılar yatırımlarının gözetiminde daha aktif olacaklardır. Bu nedenle spekülasyon yatırımlar yerine uzun vadeli stratejik yatırımların teşvikinde vekaleten oy kullanma sürecinin önemli bir etken olduğu düşünülmektedir, zira kurumsal yatırımcıların oy verme eğilimini etkileyen en önemli faktörlerden biri bu sürecin kolaylığı ve maliyetidir (Del Guercia ve Hawkins, 1999; Bethel ve Gillan, 2002; Listokin, 2009).

Kurumsal yatırımcıların şirketlerin kontrolünde daha aktif bir rol oynamaları doğrultusunda dile getirilen talepler gelişmiş piyasalarda hem kurumsal yatırımcılar, hem de düzenleyici otoriteler tarafından, Avrupa'da ise özellikle Avrupa Komisyonu'nun direktifleri ile desteklenmiştir. Avrupa Komisyonu *2003 Şirket Yönetişim Eylem Planı*'nın bir parçası olarak 2006 yılında yayınladığı *Paysahipleri Oy Hakları Direktif*'i ile yatırımcıların genel kurullarda oy kullanmasını kolaylaştırıcı bir dizi çerçeve kural getirmişti. 2009 Temmuz ayından itibaren tüm üye ülkelerde uygulamaya geçmiş olması beklenen kurallar esasen sınır ötesi oy kullanma haklarının uygulanmasını kolaylaştırmaya yönelik olup yatırımcılara genel kurulların gündemini ve sonuçlarını etkileme olanağını da vermektedir. Direktif, genel kurul ilanının genel kuruldan en az 30 gün önce yapılması, elektronik yolla ve posta yoluyla oy kullanma olanağının tanınması, genel kurul gündemi ve oy kullanımı ile ilgili tüm belge ve bilgilerin şirketin Web sitesinde yayınlanması, payların genel kurul öncesi bloke edilmesi uygulamasına son verilmesi ve oy hakkının kayıt tarihi esasına göre belirlenmesi, pay sahiplerine gündeme madde ekleme ve

yönetime soru sorma haklarının tanınması, vekalet verilebilecek kişi ve kurumlara kısıtlama getirilmemesi gibi konuları kapsamaktadır.⁴

Avrupa’da olduğu gibi yükselen piyasalarda da yatırım ortamını iyileştirme ve yatırımcı haklarını koruma çabaları son yıllarda yoğunlaştı (OECD, 2009). Bu gelişmelerle ve yükselen ekonomilerde yatırım yapılabilir büyüklükteki ve nitelikteki şirketlerin artması ile birlikte kurumsal yatırımcıların yükselen piyasalara ilgisi de hızla arttı (Khorana, Servaes ve Tufano, 2005). 2005 yılı sonunda İMKB’de işlem gören şirketlerin hisse senetlerinin yabancı yatırımcılar tarafından saklama oranı hisse senedi bazında yüzde 52.38, piyasa değeri bazında yüzde 66.34 iken bu oranlar 2007 sonunda karşılıklı olarak yüzde 58.85 ve yüzde 72.37’e yükselmiş, daha sonra 2008 sonunda küresel piyasadaki gelişmelerin de etkisiyle yüzde 53.35 ve yüzde 66.99’a düşmüş ve 2010 sonuna kadar bu seviyelerde kalmıştır (SPK, 2010) Yabancı yatırımcıların büyük çoğunluğunu fonlar ve diğer kurumsal yatırımcılar oluşturmaktadır. Bu rakamlardan yabancı kurumsal yatırımcıların İMKB şirketlerinin piyasa değerini belirlemede belirleyici bir rol oynadığı sonucuna varılabilir. Her ne kadar İMKB’de işlem gören payların çoğunluğu istikrarlı olarak uluslararası kurumsal yatırımcıların elinde olsa da saklama sürelerinin kısa olması ve yüksek volatilité bu yatırımların niteliği konusunda olumsuz bir tabloya işaret etmektedir (Ararat, Yurtoglu, Suel, 2011). 2003 yılında başlayan yönetim reformları⁵ (Ararat ve Uğur, 2007) İMKB’nin cazibesini arttırmış olsa da uzun vadeli yatırımcıları cezbetmekte yeterli olmamıştır. Nitekim Sermaye Piyasası Kurulu’nun (SPK) kanun hükmündeki 30 Aralık 2011 tarihli tebliği (Seri IV- Sayı 56) uluslararası yatırımcıların İMKB şirketlerine ilgisini arttırmak amacıyla yönelik olarak yönetim kurullarının bağımsızlığını arttırıcı bir dizi yeni kuralın yanı sıra genel kurulların etkinliğini ve yetkilerini arttırıcı önlemleri de içermektedir.

3. Genel Kurullarda Oy Verme Davranışlarında Ülkeler Arası Farklılıklar

Broadridge tarafından sağlanan veri tabanı 2004-2008 yılları arasında 62 ülkedeki genel kurullarda verilen oyların birleştirilmesi yoluyla oluşturulmuştur. Broadridge’in vekalet yoluyla oy kullanma konusunda hizmet verdiği ülkelerde neredeyse tekel sayılabilecek derecede pazar payına sahip olması nedeniyle (Kentoris, 2009), kullandığımız veriler her ülke için yüksek oranda

⁴ Bakınız http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/site/en/oj/2007/l_184/l_18420070714en00170024.pdf

⁵ Bu reformların en önemlileri arasında Uluslararası Finansal Raporlama Standartları’nın(UFRS) benimsenmesi, Yani Ticaret Kanunu’nun yürürlüğe girmesi, saydamlığı artırıcı düzenlemeler, yatırımcı ilişkileri bölümlerinin ve önemli büyüklükte varlık alım satımlarına bağımsız değerlendirme zorunluluğu getirilmesi gösterilebilir.

temsil gücüne sahiptir. Veri tabanı her ülke için bir araya getirilmiş şekilde yatırımcılara yollanan oy pusulası sayısını (*Ballots Sent*), oylanan pusula sayısını (*Ballots Voted*), bu oy pusulalarının temsil ettiği tebliğ edilen pay sayısını (*Shares Notified*) ve oy hakkının vekaleten kullanıldığı toplam pay sayısını (*Shares Voted*) içermektedir. Bu verilerden her ülke ve her yıl için oy kullanma eğilimlerini temsil eden iki değişken türetilmiştir. Birinci değişken OPO (oylanan pusula oranı: $Ballots Voted/Ballot Sent$), oylanan pusulaların yatırımcılara gönderilen toplam pusula sayısına oranını, ikinci değişken ise OHSO (oylanan pay oranı: $Shares Voted/Shares Notified$) kullanılan oy sayısının toplam oy sayısına oranını göstermektedir.

Uluslararası kurumsal yatırımcıların genel kurullara vekaleten katılma ve oy verme eğilimleri şirket yönetimlerini ne oranda etkileyebileceklerine bağlıdır.⁶ Kuramsal çalışmalar bu etkinin hukuki ve kurumsal altyapıya ait öğelerin ve şirketlerin dış finansmana gereksinimlerinin (şirket yönetiminin bu etkilere duyarlılığının) bir işlevi olduğunu vurgulamaktadır (Mintz, 2005; La Porta, López de Silanes, Shleifer ve Vishny, 1997, 1998, 2000). İstisnai durumlar dışında kurumsal yatırımcıların çıkarlarının küçük sermayedarların çıkarlarıyla örtüştüğü söylenebilir (Heineman ve Davis, 2011). Böylece ülkelerin hukuki çerçeveleri ve kurumsal altyapıda küçük yatırımcıların elini baskın ortaklara oranla güçlendiren kural ve uygulamaların aynı zamanda kurumsal yatırımcıların genel kurullara katılma ve oy kullanma oranlarını olumlu etkilemeleri beklenmelidir (Li ve ark., 2006).

La Porta ve ark. (1997, 1998 ve 2008) çalışmaları hukuk ve finans arasındaki ilişkinin teorik temellerinden yola çıkarak bu ilişkinin ekonometrik yöntemlerle incelenebilmesini sağlayan göstergeler geliştirir. Finans yazını bu göstergeler ile ülkelerin finansal piyasalarının gelişmişlik düzeyi, şirket bazında piyasa değerlemeleri, temettü oranları ve karlılık gibi başarımlar ölçütleri arasında doğrusal bir ilişki olduğunu göstermiştir. Bu göstergeler zaman içinde kavramsal (Coffee, 1999 ve 2001) veya işlevsel (Spamann, 2010) açılardan eleştiriye maruz kalmış olsa da, Djankov, La Porta, Lopez de Silanes, Shleifer (2008) tarafından gösterildiği gibi hala geçerliliklerini korumakta olup bahsi geçen çalışmada öne sürülen alternatif göstergelerle yüksek oranda ve doğrusal olarak bağıntılıdır.

⁶ Doğal olarak, kurumsal yatırımcıların pay oranları da aynı çerçeve içinde belirlenir. Pay oranı kararı kurama göre bir ön aşama olarak, örneğin Heckman Seçim Denklemi benzeri iki aşamalı bir yöntemle, modellenebilir. Biz bu aşamada verilen kararı, yani kurumsal yatırımcıların pay sahipliği oranını a priori olarak kabul etmek yolunu seçtik.

Bu çalışmanın ilk hipotezi olarak La Porta ve ark. (1997 ve 1998) tarafından işlevsel hale getirilen (1) Posta ile oy kullanma (*Vote by mail*), (2) Genel kurul öncesi payların bloke edilmemesi (*Shares not deposited*), (3) Birikimli oy (*Cumulative voting*), (4) Azlık hakları (*Oppressed minority*), (5) Rüçhan hakları (*Preemptive rights*) ve (6) Genel kurul çağırma için gerekli sermaye oranı (*Capital to call meeting*) göstergelerinin kurumsal yatırımcıların genel kurullara katılma ve oy verme davranışlarını belirleyici bir rol oynadıkları öne sürülmektedir. Bu göstergelerin ilk beşi bir ülkedeki küçük yatırımcı haklarını koruyan hukuksal uygulamalarla ilgili gösterge (kukla) değişkenlerdir. Uygulamanın var olması halinde 1, olmaması durumunda ise 0 değerini alırlar. Altıncı gösterge ise genel kurulu olağanüstü toplantıya çağırabilmek için gerekli sermaye oranını temsil eder. Bu oranın düşük olması küçük yatırımcıların gerekli gördükleri takdirde birlikte hareket etme olasılığını artırır. Bu nedenle ilk beş göstergenin kurumsal yatırımcıların genel kurullara katılma ve oy verme eğilimlerini arttırıcı, altıncı göstergenin ise (tanımı gereği) azaltıcı bir etkisi olacağı öne sürülmektedir.

Bu göstergelere alternatif olarak Djankov ve ark. (2008) tarafından geliştirilen ADRI (*Anti Directors' Rights Index - Direktörlere Karşı Haklar Endeksi*)⁷ değişkeni ise yukarıdaki hipotezin sağlanmasını yapmak üzere incelememize dahil edilmiştir. Bu değişken baskın ortakların küçük yatırımcıların haklarını gasp etmeleri durumunda küçük yatırımcıların hangi uygulamaları devreye sokabilecekleri sorusuna cevap bulmak için tasarlanmış olup hukuksal çerçevenin küçük yatırımcılara hem özel hukuk, hem de kamusal hukuk aracılığıyla tanıdığı hak arama yollarının etkinliğini ölçmektedir.

Bu hukuksal göstergelerin yanı sıra ülkelerin kurumsal altyapılarındaki bazı unsurlar da küçük yatırımcıları gözetici bir rol oynayabilmektedir. Bir dizi kavramsal ve görgün çalışma finansal piyasaların gelişimine katkıda bulunarak hem şirket hem de ülke bazında verimlilik ve büyüme oranları üzerinde olumlu etkileri olan unsurları araştırmışlardır. Bu unsurlar arasında (i) şirket yönetimi alanındaki kuralların uygulanma etkinliği, (ii) sermaye piyasası aktörlerinin bilgilendirilmesine ilişkin kural ve uygulamalar , ve (iii) genel kurumsal çerçevenin mülkiyet haklarını koruması ve bu hakların yaptırımı öne çıkmaktadır (Fergusson, 2006; World Bank, 2001). Çalışmamızın ikinci hipotezi, kurumsal altyapıya ait bu unsurların kurumsal yatırımcıların şirket yönetimlerini etkileme amacıyla genel kurullara katılma ve oy verme eğilimlerini arttırıcı

⁷ Bu endeks pay sahiplerinin direktörleri (yönetim kurulu üyelerini) ne ölçüde kontrol edebildiklerinin bir ölçütüdür.

bir rol oynadığıdır. Bu hipotezi test edebilmek için Dünya Ekonomik Forumu tarafından düzenli olarak yayınlanan Dünya Rekabet Raporu serisinden derlenen göstergeler kullanılacaktır. Bu göstergeler *Yasal Çerçeve Etkinliği*, *Bilgilendirme*, ve *Mülkiyet Hakları* endeksleri olup, Dünya Rekabet Raporu'ndaki bir dizi diğer gösterge gibi üst düzey karar vericilerin gözlemlerine dayanarak oluşturulmuşlardır.⁸

Bu göstergelerin yanı sıra ülkelerin ve sermaye piyasalarının genel gelişmişlik düzeylerinin de genel kurullara katılım ve oy verme eğilimlerini güçlendirici bir etkisi olması beklenir. Ülkelerin ve sermaye piyasalarının genel gelişmişlik düzeylerini kontrol etmek amacıyla kişi başına düşen GSMH (logaritmik olarak) ve sermaye piyasalarındaki şirketlerin toplam piyasa değerlerinin GSMH'ya oranları analize dahil edilecektir.

Djankov, Lopez-de-Silanes, La Porta ve Shleifer (2008) de ülkelerin küçük yatırımcıları korumak için benimsediği hukuksal uygulamaların gerek şirketlerin finansal performanslarını gerekse ülkelerin ekonomik gelişmişlik derecelerini belirleyici bir rol oynadığını göstermektedirler. Djankov ve ark. (2008) tarafından işlevsel hale getirilen hukuksal göstergelerin dış yatırımcıların ülkeler arasında farklı oranda temsilini ve bu ülkelerde gözlemlenen oy verme davranışları farklılıklarını açıklayıcı bir rol oynaması beklenebilir.

Tablo 1, OPO ve OHSO değişkenlerinin yanı sıra, yukarıda tanımlanan göstergelerin bu araştırmada incelediğimiz ülkeler bazında farklılıklarını sergilemektedir. Bu tabloda öne çıkan önemli bulgulardan biri Anglosakson geleneğinden türetilmiş hukuk sistemlerine sahip ülkelerin (örneğin, Birleşik Krallık ve Hong Kong) diğer hukuk sistemlerine (Fransız, Alman ve İskandinav) oranla küçük ve dış yatırımcıları ana sermayedarların olası mülksüzleştirme (expropriation) çabalarına karşı çok daha iyi koruduğudur. OPO'nun 62 ülke için ortalama değeri yüzde 51.77, OHSO değişkeninin ortalaması ise yüzde 52.21 seviyesindedir. Her iki değişken de ülkeler arasında yüksek oranda farklılıklar göstermektedir. Örneğin Fas ve Ekvator için OPO yüzde 20 seviyesinin altında seyrederken, Japonya için bu oran yüzde 75'in üzerindedir. Ülkeler arası farklılıklar OHSO değişkeni için de gözlemlenmektedir. Burada göze çarpan bir başka nokta hukuksal gelenek grupları içinde bu farklılıkların daha az olduğudur. Bir başka deyişle bazı hukuk sistemleri diğerlerine oranla küçük yatırımcıları daha fazla korumakta ve bu hukuk

⁸ Bu göstergeler 2004-2008 yılı raporlarından alınmış ve içkinlik sorununu azaltmak amacıyla bir sonraki yılın OPO ve OHSO değerleriyle birleştirilmiştir.

sistemlerinde kurumsal yatırımcılar genel kurullara katılma ve oy verme konusunda daha istekli davranmaktadırlar.

Tablo 2 hem hukuksal düzenlemeler hem de diğer makro göstergelerin kurumsal yatırımcıların oy verme davranışlarıyla (OPO ve OHSO) bağıntısını sergilemekte ve hem de bunların OPO ve OHSO değişkenlerinde gözlemediğimiz farklılıkları ne derecede açıkladıkları hakkında bir ön fikir sunmaktadır. Bu tabloda yer alan OPO ve OHSO değişkenleriyle yatırımcıları korumaya yönelik yasal düzenlemelerle anlamlı bir bağıntı içindedirler., Bu hakların bileşkesi olarak değerlendirebileceğimiz ADRI göstergesinin hem OPO hem de OHSO'yla yüksek oranda ilintili olduğu göze çarpmaktadır. ADRI göstergesinin türetilmesinde kullanılan ve oy kullanım haklarını dış yatırımcılar lehine düzenleyen yasal uygulamalardan *Posta ile oy kullanma* , *Hisseler bloke edilmez* ve *Birikimli oy* maddelerinin oy kullanım oranlarıyla istatistiki anlamda güvenli bir bağıntılı olduğu görülmekte ancak *Rüçhan hakları* ve *Genel kurul çağırma yeten sermaye* maddeleri anlamlı bir ilişki sergilememektedirler.

Bağıntı tablosunun alt kısmında yer alan, *Bilgilendirme*, *Yasal çerçeve etkinliği* ve *Mülkiyet hakları* göstergelerinden *Bilgilendirme* (11) hem OPO hem de OHSO değişkenleriyle doğrusal olarak ilişkili, *Yasal çerçeve etkinliği* (12) ise sadece OPO ile ve doğrusal olarak ilgilidir. *Mülkiyet hakları* göstergesi ise sermaye piyasalarının gelişmişlik düzeyiyle doğrusal ilişkili olup ancak OPO ve OHSO değişkenleri ile istatistiksel anlamda güven verici bir bağıntı sergilememektedir.

Tablo 2'de sergilenen bağıntılar ilginç ilişkileri akla getirirse de bu göstergelerle oy verme davranışları arasındaki nedenselliği incelemek için oy kullanmayı etkileyen diğer faktörleri de dikkate alan regresyon analizine ihtiyaç duyulmaktadır. Tablo 3 OPO ve OHSO değişkenlerinde gözlemediğimiz farklılıkları hukuki uygulamalar ve kurumsal altyapıya ilişkin göstergeler aracılığıyla açıklamaya çalışan bir regresyon denkleminin sonuçlarını sergilemektedir. Bu denklemlerin hepsinde 2004-2008 yıllarına ilişkin farklılıkları kontrol etmek amacıyla dört tane kukla değişken, ülkelerin genel gelişmişlik seviyesini kontrol etmek amacıyla kişi başına GSMH'nin logaritması ve sermaye piyasalarının gelişmişlik düzeyini kontrol etmek amacıyla hisse senedi piyasalarında işlem gören şirketlerin toplam değerinin GSMH'ya oranları da kullanılmıştır. OPO ve OHSO göstergeleri için dörder tane regresyon modeli tahmin edilmiştir.

Bu analizin sonuçları OPO değişkeni için (1)-(5), OHSO değişkeni için ise (6)-(10) kolonlarında raporlanmaktadır.

Tablo 3’de sergilenen sonuçlara göre, oy verme sürecini doğrudan kolaylaştıran hukuksal düzenlemelerin oy kullanma kararını etkileyen en önemli faktörler oldukları söylenebilir. Posta ile oy vermeyi (*Vote by mail*) mümkün kılan ülkelerde kurumsal yatırımcılar ortalama yüzde 11 (bkz. 1. sütun) oranında daha fazla pusula yollamakta olup bu ülkelerde oy kullanma oranı yüzde 9 oranında (bkz. 6. sütun) daha yüksektir. Payların genel kuruldan önce bloke edilmesinin zorunlu olmadığı ülkelerde (*Shares not deposited*) oy pusulası yollama ve oy verme oranları diğer ülkelere göre sırasıyla yaklaşık yüzde 16 ve yüzde 14 oranlarında daha yüksektir. Birikimli oy kullanma uygulamasının mümkün olduğu ülkelerde oy pusulası yollama ve oy verme oranları yine yüzde 13 ve 15 dolayında daha yüksektir. Bu uygulamaların bileşkesi olan ADRI göstergesi ise tek başına oy verme oranlarını doğrusal olarak arttırmaktadır (bkz. sütun 2 ve 7).

Sütun 3, 4 ve 5’de rapor edilen sonuçlar kurumsal altyapıyı temsil ettiği varsaydığımız *Bilgilendirme*, *Yasal çerçeve etkinliği* ve *Mülkiyet hakları* göstergelerinin OPO değişkenini arttırıcı bir etkisi olduğunu göstermekte, sütun 8, 9 ve 10’daki sonuçlar ise bu etkinin OHSO için de hemen hemen aynı düzeyde olduğunu göstermektedir. Sonuçlar istatistiki anlamda güvenilir olmalarının yanı sıra ekonomik olarak da etkilidirler. Örneğin, *Yasal çerçeve etkinliği* göstergesinde ortalama değere oranla bir standart sapma artış OPO değişkeninde yüzde 11’lik bir artışa karşılık gelmektedir. *Bilgilendirme* indeksinin bir standart sapma artması ise OHSO değişkeninin yüzde 5 artma olasılığına işaret eder. Kontrol değişkeni olarak analize dahil ettiğimiz *Kişi başına gelir* OPO ve OHSO’yu azaltıcı bir etkiye sahiptir. Bu etki küçük de olsa istatistiksel olarak kayda değer niteliktedir. Bu katsayının OPO ve OHSO’yu azaltıcı etkisi genel gelişmişlik düzeyi yüksek Fransa ve Almanya gibi Avrupa ülkelerindeki oy verme eğilimleriyle açıklanabilir. Diğer yandan tahminde kullanılan regresyon denklemlerinin hepsinde sermaye piyasalarının gelişmişlik düzeyi OPO ve OHSO’yu arttırıcı bir rol oynamaktadır. Hukuksal uygulamalarda ve kurumsal altyapıya ilişkin unsurlarda gözlemlenen ülkeler arası farklılıklar, oy verme değişkenlerindeki değişimin kullandığımız denkleme bağlı olarak yüzde 10’la yüzde 25’ini açıklamaktadır.

Bu sonuçlara dayanarak, öne sürdüğümüz ilk iki hipotezin istatistiksel ve ekonomik açılarından anlamlı bir şekilde desteklendikleri söylenebilir. Gerek küçük sermayedarları koruyan hukuksal

uygulamalar gerekse kurumsal altyapıda küçük sermayedarların konumlarını güçlendirici unsurlar kurumsal yatırımcıların oy kullanma eğilimlerini arttırıcı bir rol oynamaktadırlar.

4. Kurumsal Yatırımcıların İMKB Şirketlerinde Oy Verme Davranışları

Doğal olarak oy verme davranışları sadece makro göstergelerin değil, aynı zamanda şirket özelliklerinin de bir fonksiyonu olarak incelenmelidir, zira kurumsal yatırımcıların bir ülkede yapılan her genel kurula aynı ilgiyi göstermedikleri görülmektedir. Yukarıdaki bölümde önemli bir rol oynadığı göze çarpan hukuksal düzenlemelerin etkisinin Türkiye için de aynı olduğu düşünülürse şirketleri ve genel kurulları birbirinden ayıran özelliklere bakmak uygun olacaktır. Genel kurul gündeminin oy verme oranını etkileyen önemli bir faktör olduğu düşünülse de gündem maddesi bazında oy verme eğilimleri bu aşamada gözlemlenemediği için betimleyici şirket özelliği olarak sadece şirketlerin (1) dış yatırımcı için ne denli cazip olduğunu, (2) oy verme pratiğinin oy veren kurum açısından ne denli önemli olduğunu vurgulayan özellikler analize dahil edileceklerdir.

Analizde Broadridge'in sağladığı kurumsal yatırımcıların şirketler bazında bir araya getirilmiş oylama verileri kullanılmaktadır. 2005-2008 arasında Broadridge abonesi kurumsal yatırımcılar tarafından oylanan pusula oranında (OPO) yüzde 46'den yüzde 58'e varan bir artış gerçekleşmiştir. Bu artış oy hakları kullanılan pay oranlarında (OHSO) yüzde 48'den yüzde 64'e varan bir artışa karşılık gelmektedir. Broadridge'in kendi alanındaki baskın konumu dikkate alındığında bu rakamlar kurumsal yatırımcıların Türkiye'de de giderek artan bir oranda oy verme haklarını kullandığını göstermektedir.⁹

Tablo 4'de İMKB içinde kurumsal yatırımcıların en fazla ilgi gösterdikleri şirketlerin borsada işlem gören paylarının ne kadarını ellerinde tuttukları sergilenmektedir. Bu şirketlerin tamamı *MSCI Yatırım Yapılabilir Endeksinde (Morgan Stanley Capital International World Index)* yer almakta olup ilk bakışta MSCI endeksindeki ağırlıkları ile cezbettikleri fon sayısı büyük ölçüde ilişkili görünmektedir. New York borsasında listelenmiş olan Turkcell hem fon sayısı hem de endekste ağırlığı açısından ilk sıradadır. En fazla fon cezbeden şirketler piyasa değerleri açısından da en büyük şirketlerdir. Dolayısıyla kurumsal yatırımcıların Türkiye'de de *MCSI* endeksinde yer alan en büyük şirketlere eğilim gösterdikleri görülmektedir. Diğer yandan en fazla

⁹ Bu paragraftaki veriler Broadridge'in Türkiye veri tabanından alınmıştır.

fon cezbeden şirketlerin halka açılma oranları da yüzde 49 ve üzerindedir. İlk 10 şirkette, Akbank ve Koç Holding hariç, ya kontrol eden ortak yoktur yada kontrol en az iki büyük ortak tarafından paylaşılmıştır.

Kurumsal yatırımcıların şirket bazında oy verme eğilimini açıklamak için şirket özelliklerini üç grupta toplayacağız. İlk grupta şirketlerin şirket büyüklüğü, karlılık, büyüme ve borçluluk oranı gibi finansal özelliklerini ele alacağız. Daha büyük, hızlı büyüyen, daha karlı ve daha az borçlu şirketlerde oy verme oranının daha yüksek olacağı düşünülebilir.

İkinci grupta ise İMKB şirketlerinin saydamlık ve kamuya açıklama standartlarını ölçmeye yönelik veriler değerlendirilecektir. Şirketler yasa ve mevzuatla belirlenen minimum seviyenin üzerinde bir bilgilendirme politikası benimseyerek şirketi dış yatırımcılar için daha cazip hale getirebilir ve böylece yatırım maliyetlerini düşürebilirler. Şirketlerin saydamlık ve bilgilendirme düzeyi arttıkça kurumsal yatırımcıların oy verme eğiliminin de artacağı tahmin edilmektedir. İMKB şirketlerinin saydamlık ve bilgilendirme düzeyi verileri , Sabancı Üniversitesi Kurumsal Yönetim Forumu (CGFT) ve *Standard and Poor's (S&P)* tarafından 2004-2008 arası gerçekleştirilen Saydamlık ve Kamuya Açıklama araştırmasından alınmıştır.¹⁰ Çalışma şirketlerin mülkiyet yapısı ve ortaklık hakları ile ilgili bilgilendirme düzeyi (BE1), finansal saydamlık düzeyi (BE2) ve yönetim kurulu, ve yönetim şekli ve süreçleri ile ilgili saydamlık düzeyini (BE3) ölçen endeksler oluşturarak bu unsurları işlevselleştirmiştir.

Üçüncü grupta ise çapraz listeleme ve MSCI endeks üyelikleri değişkenleri yer almaktadır. Bu iki durumun şirketlerin kurumsal yatırımcıların radarına girmesinde etkin oldukları düşünülmektedir. Şirketlerin işleme kapalı pay oranları (*Closely held shares*) da hem ek bir değişken hem de saydamlık değişkenleriyle etkileşimli olarak analize dahil edilmiştir. Görgün araştırmalar kurumsal yatırımcıların şirketlerin kontrolünün yüksek oranda ailelerde veya şahıslarda olması halinde bu şirketlere yatırım yapmaktan çekindiklerini (Leuz, Lins ve Warnock, 2009) ve genel kurullara katılmakta çekinceli davrandıklarını göstermektedir (Van der Elst, 2011). İMKB şirketlerinin önemli bir çoğunluğunun işleme kapalı payları ailelerin kontrolündedir. İşleme kapalı payların oranının yüksek olduğu şirketlere kurumsal yatırımcıların ilgi göstermeyeceği ve bu yolla oy verme eğiliminin azalacağı düşünülmektedir.

¹⁰ Bakınız <http://cgft.sabanciuniv.edu/research/research-projects/td>

Tablo 5 bu değişkenlerin istatistiksel özelliklerini ve birbirleriyle bağıntılarını raporlamaktadır. Ortalama bir İMKB şirketinde OHSO yüzde 16 düzeyindedir. Ortalama kârlılık yüzde 6,8, büyüme oranı yüzde 15 ve borçluluk oranı ise yüzde 18 civarındadır. BE1 (Mülkiyet yapısı ve ortaklık hakları ile ilgili bilgilendirme düzeyi), BE2 (Finansal saydamlık) ve BE3 (Yönetim kurulu, ve yönetim şekli ve süreçleri ile ilgili saydamlık düzeyi) sırasıyla 64, 62 ve 42'dir. Bu endekslerin bileşimi olan TBE (Toplam bilgilendirme endeksi) değeri ise 57'dir. BE1, BE2, BE3 ve TBE değişkenlerinin alabileceği maksimum değer 100 olup, artan değerler daha yüksek bir bilgilendirme düzeyini gösterir. Örnekleminizdeki ortalama İMKB şirketinin işleme kapalı pay oranı (Closely held shares) yüzde 64'dür. Şirketlerin yüzde 10'u çapraz listelenmiş olup yüzde 18'i MSCI endeksine dahildir. İstatistiksel bağıntılar çapraz listeleme, MSCI, şirket büyüklüğü, BE1 ve BE2 değişkenlerinin oy verme eğilimini arttırıcı bir rol oynadıklarına işaret etmektedir.

Tablo 6 kurumsal yatırımcıların oy kullanma davranışlarını şirketlerin bilgilendirme yoğunluğu ile ilişkilendiren ekonometrik bir denklemin tahmin sonuçlarını göstermektedir. Bu denklemde bağımlı değişken OHSO (oylanan pay oranı: *Shares Voted/ Shares Notified*) daha önceki bölümde olduğu gibi tebliğ edilen oy sayısının toplam oy sayısına oranını göstermektedir. Açıklayıcı değişkenler şirket büyüklüğü (logaritmik), ve sırasıyla Toplam bilgilendirme endeksi değeri (TBE), Mülkiyet yapısı ve ortaklık hakları ile ilgili bilgilendirme düzeyi (BE1), Finansal saydamlık düzeyi (BE2) ve Yönetim kurulu, ve yönetim yapısı ve süreçleri hakkındaki saydamlık düzeyi (BE3) olarak seçilmiştir. BE1, BE2 ve BE3 değişkenleri şirketlerin işleme kapalı paylarının oranıyla (Closely held shares) etkileşimli bir şekilde denkleme dahil edilmiştir. Sonuçları aşağıdaki gibi özetlenebilir.

Şirket büyüklüğü her modelde oy verme oranını arttırıcı bir rol oynamaktadır. Çapraz listeleme ve MSCI endeks üyelikleri de her modelde yüksek güvenilirlikle ve anlamlı katsayılarla tahmin edilmişlerdir. Çapraz listeleme şirketlerin bir başka hisse senedi piyasası kurallarına da uyum sağlamış olması nedeniyle ilgi çektiğine veya bu yolla yüksek bir görünürlük kazanmış olmasına işaret eder. Kurumsal yatırımcılar bu şirketlerin genel kurullarında diğerlerine oranla yüzde 10 civarında daha fazla oy verme eğilimindedirler. MSCI endeksine üyelik değişkeni de benzer bir şekilde yorumlanabilir. Kârlılık, Büyüme ve Borçluluk değişkenlerinin katsayıları istatistiksel olarak anlamlı bir güven düzeyinde tahmin edilememiştir. Bu sonuç kurumsal yatırımcıların şirket büyüklüğüne oranla bu faktörlere fazla önem vermediklerine işaret etmektedir. Şirketlerin

işleme kapalı pay oranının her denklemde kurumsal yatırımcıların oy verme eğilimini (OHSO) azaltıcı bir etkisi olduğu gözlemlenmektedir.

Toplam bilgilendirme endeks değeri (TBE) oy verme oranlarını arttırmakta ancak bu etki istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde seyretmemektedir (denklem 1). Toplam bilgilendirme değişkeninin bileşenleri dikkate alındığında üç göstergeden sadece Finansal saydamlık (BE2) göstergesinin oy kullanma oranları üzerinde anlamlı bir etkisi olduğu görülmektedir (denklem 2). Buna göre kurumsal yatırımcılar finansal saydamlığı yüksek şirketlerde daha aktif bir rol oynamaktadırlar. Son kolonda ise BE1, BE2 ve BE3 değişkenlerinin etkileri şirketlerin işleme kapalı pay oranları (*Closely held shares*) ile etkileşimli bir şekilde tahmin edilmiştir. Burada göze çarpan önemli bir husus kapalılık oranının Finansal saydamlık (BE2) değişkeninin oy verme davranışları arasındaki ilişki üzerindeki etkisinin doğrusal olmayıp, ortalama örneklem şirketi için pozitif olmakla beraber, işleme kapalı pay oranının yüksek olduğu şirketlerde istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde azalmaya başlamasıdır. Bu durum kurumsal yatırımcıların halka açıklık oranı düşük şirketlerin finansal açıklamalarını daha az güvenilir yada daha az bilgilendirici bulduklarını veya yönetime etkilerinin marjinal kalacağı kaygısıyla genel kurullara ilgisiz kaldıklarını gösteriyor olabilir. Önemli bir diğer husus ise kapalılık oranının yönetim kurulu ve yönetim yapısı ve süreçleri hakkındaki saydamlık düzeyinin (BE3), ortalama örneklem şirketi için oy verme oranını azaltıcı bir etki göstermemesi ancak azaltıcı etkinin işleme kapalı pay oranının yüksek olduğu şirketlerde istatistiksel olarak anlamlı bir şekilde artmasıdır. Bu bulgu kurumsal yatırımcıların halka açıklık oranı düşük olan şirketlerin yönetim kurulu ve yönetim süreçleri ile ilgili olarak verdikleri bilgilerin oy verme davranışlarını etkilemediğini, ancak halka açıklık oranı göreceli olarak yüksek olan az sayıda şirkette bu bilgilerin içeriğinin kurumsal yatırımcıları oy vermekten caydırıcı bir nitelik taşıdığını düşündürmektedir. Bu yorum yönetim yazınında son yıllarda piyasaların şirketleri disipline etme konusunda daha az etkin olduğu ülkelerde yönetim kurulu yapılarının ve yönetim süreçlerinin şirket performansını etkilediği yolundaki görgün araştırmaları desteklemektedir (Black ve Kim, 2007; Sarkar ve Sarkar 2008, Dahya, Dimitrov ve McConnell, 2008).

Bulgular gönüllü bilgilendirmenin kurumsal yatırımcılar açısından önemine işaret etmektedir. İMKB’de işlem gören şirketlerin yönetim kurulları ve yönetim süreçleri ile ilgili bilgilendirme düzeyi diğer alanlara göre çok daha düşüktür (Ararat ve Balic, 2008). Bu bulgular aynı zamanda bir baskın ortağın mutlak kontrolünde olan ve halka açıklık oranı düşük şirketlerin baskın

ortakların ve temsilcilerinin gücünü dengeleyecek yönetim kurulları ve yönetim kurallarını benimseyerek kurumsal yatırımcıların ilgisini çekebileceklerini düşündürmektedir.

Sonuç

Bu çalışma uluslararası kurumsal yatırımcıların vekaleten oy verme davranışlarını etkileyen faktörleri araştırmıştır. Giderek oy kullanma konusunda daha istekli görünen kurumsal yatırımcıların oy verme davranışları ülkeden ülkeye değişmektedir. Posta ile oy vermenin (Vote by mail) mümkün olduğu ülkelerde dış yatırımcılar ortalama yüzde 9 oranında daha fazla oy kullanmaktadır. Genel kuruldan önce payların bloke edilmesinin zorunlu olmadığı ülkelerde (*Shares not deposited*) oy verme oranları diğer ülkelere göre yüzde 14 oranlarında daha yüksektir. Birikimli oy kullanma uygulamasının mümkün olduğu ülkelerde ise oy verme oranları yüzde 15 dolayında daha yüksektir. Ülkeler arasındaki hukuksal uygulama farklılıkları oy verme davranışlarını % 25 oranında açıklamaktadır.

İstanbul borsasında işlem gören şirketlerle ilgili olarak yapılan analizler ise oy verme davranışları ile şirket özellikleri ve şirketlerin bilgilendirme seviyeleri arasındaki ilişkiyi açıklamaya çalışmıştır. Uluslararası kurumsal yatırımcıların Türkiye’de MSCI endeksinde yer alan büyük şirketlere ve payları bir başka borsada da işlem gören şirketlere daha fazla ilgi göstermekte, bu faktörler oy verme oranlarını doğrusal olarak arttırmaktadır. Halka açıklık oranı da bu eğilimi arttıran bir faktördür. En fazla fon cezbeden şirketlerin halka açıklık oranları yüzde 49 ve üzerindedir. Kurumsal yatırımcılar finansal saydamlığı yüksek şirketlerin genel kurullarına daha fazla ilgi göstermektedirler. Ancak halka açıklık oranı azaldıkça finansal saydamlık oy kullanma iştahını arttırmakta daha az etken olmaktadır. Çalışmanın bizce en ilginç sonuçlarından birisi yönetim kurulları ve yönetim süreçlerinin saydamlığının oy kullanma oranlarını normal olarak etkilemezken halka açıklık oranı yüksek olan şirketlerde bu konulardaki bilgilendirmenin içeriğinin oy kullanmayı caydırıcı bir etki göstermesidir. Bu bulgu aynı zamanda İMKB şirketlerinin kurumsal yatırımcıların şirketle etkileşime girmesine ve şirket davranışlarını etkilemesine açık olmadığını düşündürmektedir.

Araştırmamızın sonuçları kurumsal yatırımcıların ilgisini arttırmaya yönelik düzenlemelerin yönetim kurulları ve yönetim süreçleriyle ilgili uygulamaların kurumsal yatırımcıların beklentilerine uygun olarak iyileştirilmesi, oy verme süreçlerinin kolaylaştırılarak genel kurul

öncesi pay blokajı uygulamasının kaldırılması gibi konulara odaklanmasının olumlu sonuçlar verebileceğine işaret etmektedir. Bu değişiklikler göreceli olarak daha kolay gerçekleştirilebilir. Ancak pahasahipliğinin yaygınlaşması ve halka açıklık oranının arttırılmasına yönelik politikaların geliştirilmesi ve uygulanması daha köklü reformları gerektirecektir. Şüphe yok ki oy kullanma oranlarının artması kendi içinde bir amaç değil yatırım yapılan şirketlerin uzun vadeli olarak değerlerini arttırmak amacına yönelik bir araçtır (EC, 2011).

Tablo 1: Oy Verme Davranışları, Hukuki ve Kurumsal Çerçeveye İlişkin Makro Göstergeler

Tablo 1 OPO ve OHSO değişkenlerinin yanı sıra, analizde yer alan hukuki ve kurumsal altyapıya ait faktörlerin ülkeler bazında farklılıklarını sergiler. OPO (oylanan pusula oranı: *Ballots Voted/Ballot Sent*), oylanan pusulaların yatırımcılara gönderilen toplam pusula sayısına oranını, OHSO (oylanan hisse senedi oranı: *Shares Voted/Shares Notified*) kullanılan oy sayısının toplam oy sayısına oranını göstermektedir. Birinci ve ikinci sütunlarda OPO ve OHSO değişkenlerinin 2004-2008 yılları için ortalama değerlerini rapor etmektedir. Bu değişkenler Broadridge'in küresel veri tabanından alınmıştır. Hukuki altyapıya ilişkin faktörler; (1) Posta ile Oy Kullanma (*Vote by mail*), (2) Hisselerin bloke edilmemesi (*Shares not deposited*), (3) Birikimli Oy (*Cumulative voting*), (4) Azlık Hakları (*Oppressed minority*), (5) Rüçhan Hakları (*Preemptive rights*) ve (6) Genel Kurul çağırma için gerekli sermaye oranı (*Capital to call meeting*), hukuki köken ve ADRI (Anti Directors' Right Index), Djankov ve ark. (2008) tarafından kullanılan veri setinden alınmıştır (<http://www.economics.harvard.edu/faculty/shleifer/dataset>). *Yasal Çerçeve Etkinliği*, *Bilgilendirme*, ve *Mülkiyet Hakları* endeksleri Dünya Ekonomik Forum'u tarafından hazırlanan Dünya Rekabet Raporu'nun 2004-2009 yıllarına ilişkin raporlarından derlenen göstergelerdir. Bu üç gösterge 1'den 7'ye uzanan bir skalada ölçülmektedir (1 = çok zayıf, ..., 7 = en yüksek düzeyde).

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)
Ülke	OPO	OHSO	Hukuki Köken (Legal origin)	Posta ile Oy Kullanma (Vote by mail)	Hisselerin bloke edilmemesi (Shares not deposited)	Birikimli Oy (Cumulative voting)	Azlık Hakları (Oppressed minority)	Rüçhan Hakları (Preemptive rights)	Genel Kurul çağırma için gerekli sermaye (Capital to call meeting)	ADRI (Revised Anti-director rights Index)	Yasal Çerçeve Etkinliği	Bilgilendirme	Mülkiyet Hakları
Almanya	0.411	0.423	Alman	1	0	0	0.5	1	0.05	3.5	6	6.1	6.5
Arjantin	0.224	0.317	Fransız	0	0	0	0	1	0.05	2	2.3	3.9	3.2
Avustralya	0.577	0.593	İngiliz	1	1	0	1	0	0.05	4	5.7	6.2	6.3
Avusturya	0.344	0.339	Alman	0	0	0	0.5	1	0.05	2.5	5.9	6.2	6.6
Belçika	0.292	0.153	Fransız	1	0	0	1	1	0.2	3	4.7	5.9	6
Birleşik Krallık	0.623	0.582	İngiliz	1	1	0	1	1	0.1	5	5.3	6	5.5
Brezilya	0.655	0.672	Fransız	1	0	1	1	1	0.05	5	3	5	4.6
Bulgaristan	0.554	0.395	Alman	1	1	0	0	0	0.1	3	2.7	4.3	3.9
Çek Cumh.	0.279	0.253	German	0	1	0	1	1	0.03	4	3.2	5.1	4.7
Çin Halk Cum.	0.630	0.593	Alman	0	0	0	0	0	0.1	1	3.9	4.4	5
Danimarka	0.609	0.644	İskandinav	0	1	0	1	1	0.1	4	6.3	6	6.6
Ekvator	0.188	0.086	Fransız	0	1	0	0	1	0.25	2	2.1	3.7	3.2
Endonezya	0.702	0.709	Fransız	0	1	0	1	1	0.1	4	3.6	4.6	3.5
Fas	0.085	0.247	Fransız	0	0	0	0	1	0.1	2	3.7	4.3	4.7
Filipinler	0.697	0.673	Fransız	1	1	1	0	1	.	4	2.9	5.2	4
Finlandiya	0.625	0.581	İskandinav	0	1	0	0.5	1	0.1	3.5	6	6.1	6.5
Fransa	0.404	0.123	Fransız	1	0	0	0.5	1	0.05	3.5	5.5	5.9	6.1
Gana	0.583	0.717	İngiliz	1	1	0	1	1	0.05	5	4.3	4.6	4.4

Güney Afrika	0.703	0.729	İngiliz	1	1	0	1	1	0.05	5	5.2	6.2	6
Güney Kore	0.752	0.777	Alman	1	0	1	0.5	1	0.03	4.5	4.5	5.3	5.4
Hindistan	0.750	0.722	İngiliz	1	1	0	1	1	0.1	5	4.4	5.6	5
Hırvatistan	0.361	0.160	Alman	0	0	0	0.5	1	0.05	2.5	3.1	4.7	4.2
Hollanda	0.343	0.324	Fransız	0	0	0	0.5	1	0.1	2.5	5.7	6.1	6.3
Hong Kong	0.668	0.665	İngiliz	1	1	0	1	1	0.05	5	5.7	6.3	6.3
İrlanda	0.654	0.569	İngiliz	1	1	0	1	1	0.1	5	5.2	6.1	6.4
İspanya	0.564	0.569	Fransız	1	0	1	1	1	0.05	5	4.4	5.3	5.4
İsrail	0.771	0.786	İngiliz	1	1	0	1	0	0.05	4	4.1	5.7	5.2
İsveç	0.515	0.503	İskandinav	0	1	0	0.5	1	0.1	3.5	6	6.1	6.5
İsviçre	0.322	0.326	Alman	0	0	0	1	1	0.1	3	6	5.9	6.7
İtalya	0.302	0.298	Fransız	0	0	0	0	1	0.1	2	2.8	4.4	4.8
İzlanda	0.286	0.250	İskandinav	0	1	1	0.5	1	0.1	4.5	5.7	6	6.4
Japonya	0.765	0.734	Alman	1	1	1	0.5	0	0.03	4.5	5.3	5.2	6.3
Kanada	0.606	0.698	İngiliz	1	1	0	1	0	0.05	4	5.7	6.1	6.4
Kenya	0.390	0.338	İngiliz	0	1	0	0	0	0.1	2	3.2	4.5	4.2
Kolombiya	0.863	0.796	Fransız	0	1	1	0	1	0.2	3	3.7	4.4	4.4
Latviya	0.236	0.225	Alman	0	1	1	0	1	0.05	4	3.3	5.1	5.3
Litvanya	0.910	0.937	Fransız	0	1	1	0	1	0.1	4	3.5	5	5.1
Lüksemburg	0.388	0.747	Fransız	0	0	1	0	1	0.2	2	5.5	6.1	6.1
Macaristan	0.308	0.306	Alman	0	1	0	0	0	0.1	2	3.3	5.1	5.2
Malezya	0.715	0.716	İngiliz	1	1	0	1	1	0.1	5	5.2	5.5	5.5
Meksika	0.649	0.687	Fransız	0	1	0	0	1	0.1	3	2.9	4.7	4.1
Mısır	0.407	0.370	Fransız	0	1	0	1	0	0.1	3	3.9	4.8	4.7
Norveç	0.509	0.529	İskandinav	0	1	0	0.5	1	0.05	3.5	6	6.1	6.4
Pakistan	0.810	0.732	İngiliz	0	1	1	0	1	0.1	4	3	4.8	4
Peru	0.550	0.643	Fransız	0	1	1	0.5	1	0.05	3.5	2.8	4.7	3.8
Polonya	0.231	0.257	Alman	0	0	0	0	1	0.1	2	2.9	4.6	4
Portekiz	0.369	0.346	Fransız	0	0	0	0.5	1	0.05	2.5	3.6	5.3	5.6
Romanya	0.495	0.408	Fransız	0	1	1	1	1	0.1	5	3.2	4.5	4.2
Rusya	0.458	0.330	Fransız	0	1	1	0	1	0.1	4	2.9	3.8	3.3
Şili	0.693	0.619	Fransız	0	1	1	0	1	0.1	4	4.8	5.6	5.4
Singapur	0.684	0.664	İngiliz	1	1	0	1	1	0.1	5	6.2	6.1	6.5

Slovenya	0.505	0.514	Alman	0	1	0	0	1	0.05	3	4	5.2	4.9
Sri Lanka	0.488	0.465	İngiliz	1	1	0	1	0	0.1	4	3.8	5.3	4.8
Tayland	0.686	0.717	İngiliz	0	1	1	1	1	0.2	4	4.1	5	4.7
Tayvan	0.691	0.729	Alman	0	0	1	0	1	0.03	3	4.2	5.1	5.6
Türkiye	0.300	0.332	Fransız	1	0	0	0	1	0.05	3	3.3	4.4	4.2
Ukrayna	0.607	0.447	Fransız	0	1	0	0	1	0.1	3	2.8	3.7	3.3
Ürdün	0.792	0.561	Fransız	0	1	0	0	0	0.15	1	4.8	5.4	5.9
Venezuela	0.703	0.835	Fransız	0	1	0	0	0	0.2	1	1.5	3.8	2.2
Yeni Zellanda	0.603	0.712	İngiliz	0	1	0	1	1	0.05	4	5.7	6.2	6.2
Yunanistan	0.294	0.275	Fransız	0	0	0	0	1	0.05	2	3.5	5	5.1
Zimbabve	0.557	0.739	İngiliz	1	1	0	1	0	0.05	4	2.1	5.2	2.1
Ortalama	0.518	0.522		0.371	0.677	0.274	0.492	0.790	0.089	3.460	4.203	5.218	5.087
Std. Sapma	0.191	0.210		0.487	0.471	0.450	0.448	0.410	0.049	1.125	1.265	0.749	1.151
Ortanca	0.561	0.569		0	1	0.000	0.500	1	0.100	3.500	4.050	5.200	5.150
Minimum	0.085	0.086		0	0	0	0	0	0.030	1	1.500	3.700	2.100
Maximum	0.910	0.937		1	1	1	1	1	0.250	5	6.300	6.300	6.700

Tablo 2: Kurumsal Yatırımcıların Oy Verme Davranışlarıyla İlintili Göstergelerin Bağlılıları

Değişkenler Tablo 1’de tanımlanmıştır. Log (Kişi başına GSMH) 2006 sabit fiyatlarla hesaplanan gayri safi milli hasılanın nüfusa oranıdır. MCAP/GSMH hisse senedi piyasalarında işlem gören şirketlerin toplam değerinin GSMH’ya oranıdır. Bu iki değişken Dünya Bankası’nın WDI (World Development Indicators) veri tabanından alınmıştır. Yüzde 95 ve daha yüksek güven düzeyinde istatistiksel olarak anlamlı bağlantılar * ile işaretlenmiştir.

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)
(1) OPO	1													
(2) OHSO	0.809*	1												
(3) Log (Kisi basına GSMH)	-0.106	-0.065	1											
(4) MCAP/GSMH	0.0770	0.098	0.523	1										
(5) Vote by mail (Posta ile oy kullanma)	0.212*	0.174*	0.081	0.273*	1									
(6) Shares not deposited (Hisseler bloke edilmez)	0.360*	0.284*	-0.273*	-0.043	0.066	1								
(7) Cumulative voting (Birikimli oy)	0.221*	0.214*	-0.063	-0.140*	-0.106	0.052	1							
(8) Oppressed minorities (Azlık hakları)	0.138*	0.140*	0.169*	0.327*	0.497*	0.218*	-0.209*	1						
(9) Preemptive rights (Rüçhan hakları)	-0.072	-0.061	0.190*	0.121	-0.182*	-0.294*	0.236*	-0.047	1					
(10) Capital to call general meeting (Genel Kurul çağırılmaya yeten sermaye)	0.051	0.029	-0.156*	-0.099	-0.272*	0.136*	0.037	-0.193*	-0.019	1				
(11) ADRI	0.321*	0.273*	0.065	0.252*	0.580*	0.423*	0.299*	0.661*	0.243*	-0.354*	1			
(12) Bilgilendirme	0.1578*	0.171*	0.668*	0.604*	0.343*	0.055	-0.118	0.492*	0.102	-0.245*	0.408*	1		
(13) Yasal Çerçeve Etkinliği	0.131*	0.118	0.655*	0.590*	0.231*	0.022	-0.130*	0.424*	0.147*	-0.146*	0.340*	0.861*	1	
(14) Mülkiyet Hakları	0.041	0.027	0.719*	0.562*	0.164*	-0.107	-0.085	0.304*	0.128*	-0.184*	0.225*	0.859*	0.921*	1

Tablo 3: Makro Düzeyde Kurumsal Yatırımcıların Oy Verme Davranışlarını Açıklayıcı Faktörler

Regresyonlar en küçük kareler (OLS) yöntemiyle tahmin edilmiştir. Her regresyon denkleminde yıllık makroekonomik dalgalanmaları kontrol etmek için 2005, 2006, 2007 ve 2008 yılları için kukla değişkenler eklenmiştir. Analizde kullanılan değişkenlerin t değerleri, Huber White standard sapmaları ile hesaplanarak parantez içinde belirtilmiştir. Kullanılan değişkenler Tablo 1 ve 2’de tanımlanmıştır. Yüzde 95 ve daha yüksek güven düzeyinde istatistiki olarak anlamlı katsayılar * ile işaretlenmiştir.

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
	OPO	OPO	OPO	OPO	OPO	OHSO	OHSO	OHSO	OHSO	OHSO
Sabit	0.2173* (3.92)	0.496* (5.20)	0.492* (4.56)	0.751* (8.23)	0.729* (7.76)	0.485* (3.46)	0.517* (3.62)	0.642* (5.92)	0.544* (4.02)	0.676* (5.27)
Log (Kisi basi GSMH)	-0.028* (2.45)	-0.030* (2.72)	-0.052* (3.85)	-0.048* (3.61)	-0.041* (2.75)	0.04 (0.31)	-0.055* (4.09)	-0.058* (3.09)	-0.051* (3.46)	-0.047* (2.74)
Mcap / GSMH	0.0003* (2.31)	0.0003* (2.05)	0.0002* (2.41)	0.0003* (2.03)	0.0004 (1.67)	0.0003 (1.53)	0.0003 (1.53)	0.0004* (1.99)	0.0003 (1.85)	0.0005 (1.73)
Posta ile oy kullanma (Vote by mail)	0.1136* (3.32)					0.0932* (2.23)				
Hisseler bloke edilmez (Shares not Deposited)	0.1627* (5.16)					0.1376* (3.57)				
Birikimli oy (Cumulative Voting)	0.1279* (4.00)					0.1528 (3.91)				
Azlık hakları (Oppressed Minority)	0.0191 (0.50)					0.0541 (1.16)				
Rüçhan hakları (Pre-emptive Rights)	-0.0058 (0.16)					-0.0249 (0.56)				
Genel kurul çağırma hakkına yeter sermaye (Capital to Call Meeting)	0.2824 (0.96)					0.2254 (0.62)				
ADRI		0.0686* (5.48)					0.0681* (4.56)			
Bilgilendirme			0.017* (2.61)					0.088* (3.03)		
Yasal Çerçeve Etkinliği				0.068* (4.48)					0.048* (2.87)	
Mülkiyet Hakları					0.052* (2.68)					0.029 (1.81)
Adj. R ²	0.248	0.150	0.261	0.117	0.088	0.176	0.130	0.186	0.136	0.102
N	234	234	234	234	234	234	234	234	234	234

Tablo 4: 2008 Yılında En Fazla Sayıda Fon Cezbeden şirketler ve Broadridge'le Bağlantılı Kurumsal Yatırımcıların Temsil Ettiği Pay Oranı

Veriler Broadridge'in İMKB şirketleriyle ilgili veritabanından alınmıştır.

Şirket	Fon Sayısı	Broadridge'le bağlantılı kurumsal yatırımcıların pay oranı
Turkcell	580	18
Garanti Bankası	467	9
İş Bankası	409	2
Akbank	346	15
TÜPRAŞ	328	29
Koç Holding	211	9
Anadolu Efes	199	38
Ereğli Demir Çelik.	182	10
Ford	184	14
Yapı Kredi B.	175	33
Sabancı Holding	171	45
Aksigorta	162	31
VakıfBank	157	24
Migros	155	35
Şişe Cam	154	24
Otosan	153	33
BİM	143	7
Enka	141	11
THY	118	22
Halk Bankası	114	16
Asya Katılım Bankası	96	11
Petkim	94	23

Tablo 5: Regresyon Denkleminde Kullanılan Değişkenlerin İstatistiksel Özellikleri

OHSO (oylanan hisse senedi oranı: *Shares Voted/ Shares Notified*) kullanılan oy sayısının toplam oy sayısına oranını göstermektedir. Şirket büyüklüğü “Toplam Varlıklar” bilanço değerinin doğal logaritması olarak ölçülmektedir. Karlılık, net karın toplam varlıklara oranı; Borçluluk, kısa ve uzun vadeli borçların toplam varlıklara oranı; Büyüme ise net varlıkların yıllık artış oranı olarak tanımlanmıştır. Kârlılık, Büyüme ve Borçluluk değişkenlerinin 2006-2008 ortalamaları raporlanmaktadır. TBE: Toplam bilgilendirme endeks değeri, BE1: Mülkiyet yapısı ve ortaklık hakları konularındaki bilgilendirme düzeyi, BE2: Finansal saydamlık, BE3: Yönetim kurulu ve yönetim yapısı ve süreçleri hakkındaki saydamlık düzeyi. Bu değişkenler Kurumsal Yönetim Forumu (CGFT) ve *Standard and Poor's (S&P)* işbirliği ile 2004 yılından beri İMKB şirketlerinin şeffaflık ve kamuya açıklama standartlarını araştıran bir dizi çalışmanın 2008 yılına ait topladığı veri tabanından alınmıştır. BE1, BE2, BE3 ve TBE değişkenlerinin alabileceği maksimum değer 100 olup, artan değerler daha yüksek bir bilgilendirme düzeyini gösterir. Çapraz listeleme (cross-listing) İMKB dışında (herhangi) bir başka hisse senedi piyasasında şirketin listelenip listelenmediğini belirten bir kukla değişkendir. MSCI değişkeni şirketin MSCI endeksine üye olup olmadığını belirten bir kukla değişkendir. Yüzde 95 ve daha yüksek güven düzeyinde istatistiki olarak anlamlı bağıntılar * ile işaretlenmiştir.

	Ortalama	Std. Sapma	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
(1) OPO	0.1605	0.2446	1											
(2) Büyüme	0.1550	0.4518	0.0400	1										
(3) Kârlılık oranı	0.0683	0.0974	-0.1594*	0.0960	1									
(4) Borçluluk oranı	0.1841	0.1592	0.2510*	-0.0186	-0.5078*	1								
(5) Büyüklük	20.6892	1.8433	0.3188*	0.0905	-0.1426	0.3164*	1							
(6) Halka açık olmayan sermaye oranı	0.6388	0.2108	0.0997	-0.025	-0.2018*	0.1998*	0.1591*	1						
(7) BE1	64.0677	14.6143	0.3281*	-0.1245	-0.0058	0.0966	0.4612*	0.2684*	1					
(8) BE2	62.5188	10.8087	0.2254*	-0.0616	-0.0616	0.2225*	0.3391*	0.1584	0.5226*	1				
(9) BE3	42.7293	13.2580	0.1396	0.0746	-0.0902	0.1031	0.2997*	-0.0008	0.2696*	0.2530*	1			
(10) TBE	57.7820	9.6321	0.3158*	-0.0531	-0.0637	0.1953*	0.4820*	0.2001*	0.8187*	0.8178*	0.6099*	1		
(11) Çapraz Listeleme	0.1076	0.3109	0.2200*	0.0250	0.0271	0.0778	0.3647*	0.0261	0.2267*	0.181	0.1945*	0.2553*	1	
(12) MSCI	0.1801	0.3855	0.3574*	0.0028	0.0254	0.0685	0.6198*	-0.1826*	0.3890*	0.3078*	0.2641*	0.4180*	0.6268*	1

Tablo 6: Kurumsal Yatırımcıların Oy Verme Eğilimini Etkileyen Faktörler

Tablo 6 bağımlı değişken OPO'yu açıklamak için tahmin edilen denklemlerde elde edilen katsayıları rapor etmektedir. Tüm değişkenler Tablo 5'de tanımlandığı gibi kullanılmıştır. Regresyon denklemi endüstri farklılıklarını kukla değişkenler vasıtasıyla kontrol etmektedir. t-değerleri tahmin edilen katsayıların altında parantez içinde rapor edilmiştir. Yüzde 95 ve daha yüksek güven düzeyinde istatistiki olarak anlamlı katsayılar * ile işaretlenmiştir.

	(1)	(2)	(3)
Şirket Büyüklüğü	0.051* (3.74)	0.061* (3.57)	0.098* (4.91)
Büyüme oranı	0.067 (1.33)	0.057 (1.69)	0.108 (1.45)
Borçluluk oranı	0.049 (0.36)	0.053 (0.69)	-0.177 (0.89)
Kârlılık oranı	0.078 (0.46)	0.049 (0.98)	0.108 (0.37)
İşleme kapalı sermaye oranı	-0.009 (1.10)	-0.009 (1.10)	-1.537 (1.60)
Çapraz listeleme	0.111* (3.05)	0.101* (2.84)	0.111* (3.62)
MSCI	0.109* (2.64)	0.126* (3.06)	0.130* (3.68)
TBE	0.0026 (1.29)		
BE1		-0.001 (0.34)	-0.002 (0.12)
BE2		0.012* (2.34)	0.049* (3.01)
BE3		-0.003 (0.75)	-0.041* (3.59)
BE1*(İşleme kapalı sermaye oranı)			0.003 (0.021)
BE2* (İşleme kapalı sermaye oranı)			-0.054* (2.31)
BE3*(İşleme kapalı sermaye oranı)			0.048* (2.75)
Örnekleme (Şirket Sayısı)	102	102	102
Adj. R ²	0.371	0.376	0.396

Referanslar

- Amzaleg, Y., Ben-Zion, U. ve Rosenfeld, A. (2009), “On the role of institutional investors in corporate governance: Evidence from voting of mutual funds in Israel”, **Advances in Financial Economics**, 13, ss.197-215.
- Ararat, M. ve Balic, M. (2008), “**Turkish transparency and disclosure survey 2008: A year of little or no progress**”, Standard&Poor’s RatingsDirect ve CGFT (www.cgft.org).
- Ararat, M. Yurtoglu, B.B. ve Suel, E. (2011), **Sustainable Investment in Turkey, 2010**, IFC ve ILLAC; Washington D.C.
- Bethel, J. E. ve Gillan, S. L. (2002), “The impact of the institutional and regulatory environment on shareholder voting”, **Financial Management**, 31, ss.29-54.
- Black, B. (1992), “Agents watching agents: The promise of institutional investor voice”, **UCLA Law Review**, 39, ss.811-888.
- Black, B. (1998), “Shareholder activism and corporate governance in the United States”, Peter Newman (Editor), **The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law**, McMillan Press, New York (icinde).
- Black, B.S., Kim,W. (2007), “The value of board independence in an emerging market: IV, DiD, and time series evidence from Korea”, **University of Texas Law, Law and Econ Research Paper** No. 89.
- Claessens, S. ve Yurtoglu, B.B. (2012), “Corporate governance in emerging markets: A survey” Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1988880>.
- Coffee, J.C. Jr. (1999), “The future as history: The prospects for global convergence in corporate governance and its implications”, **Northwestern University Law Review**, 93, ss.641-708.
- Coffee, John C. Jr. (2001), “Do norms matter? A cross-country evaluation”, **University of Pennsylvania Law Review**, 149, ss.2151-2177.
- Dahya, J., Dimitrov, O. ve McConnell, J.J. (2008), “Dominant shareholders, corporate boards, and corporate value: A cross-country analysis”, **Journal of Financial Economics**, 87, ss.73-100.
- Davis, G. ve Kim, H. (2007), “Business ties and proxy voting by mutual funds”, **Journal of Financial Economics**, 85, ss.552–570.

- Del Guercio, D. ve Hawkins, J. (1999), “The motivation and impact of pension fund activism”, **Journal of Financial Economics**, 52, ss.293–340.
- Djankov, S., Lopez-de-Silanes, F., La Porta, R. ve Shleifer, A. (2008), “The law and economics of self-dealing”, **Journal of Financial Economics**, 88, ss:430-465.
- Doidge, C., Karolyi, G.A. ve Stulz, R.M. (2004), “Why are foreign firms listed in the U.S. worth more?”, **Journal of Financial Economics**, 71,ss.205-238.
- EC (European Commission). (2011) The EU corporate governance framework, Green Paper published by the EU Commission on 5 April 2011 available at http://www.ecgi.org/commission/documents/eu_corporate_governance_framework_5apr2011_en.pdf
- Fergusson, L. (2006), “Institutions for financial development: What they are and where they come from”, **Journal of Economic Surveys**, 20, ss.27-69.
- Ferreira, M.A. ve Matos, P. (2008), “The colors of investors’ money: The role of institutional investors around the world”, **Journal of Financial Economics**, 88, ss.499-533.
- Gillan, S. ve Starks, L. (2003), “Corporate governance, corporate ownership, and the role of institutional investors: A global perspective”, **Journal of Applied Corporate Finance**, 13, ss.4-22.
- Gillan, S. ve Starks, L. (2007), “The evolution of shareholder activism in the United States”, **Journal of Applied Corporate Finance**, 19, ss.55-73.
- Gonnard, E., Kim, E.J. ve Ynesta, I. (2008), “Recent trends in institutional investors statistics”, **Financial Market Trends OECD**, ss.1-22.
- Guercio, D.D., Seery, L. ve Woidtke, T. (2008). “Do boards pay attention when institutional investor activists ‘just vote no’?”, **Journal of Financial Economics**, 90, ss.84–103.
- Heineman, B. ve Davis, S. (2011), “**Part of the Problem or Part of the Solution?**”, Millstein Center for Corporate Governance and Performance: Yale School of Management.
- International Monetary Fund. (2011), “Global Financial Stability Report: Grappling with Crisis Legacies,” Washington, DC.
- Kentoris, C. (2009), “A Proxy statement: Broadridge holds a monopoly. Should it?”, **Securites Technology Monitor**, September 8, 2009.
- Khorana, A., Servaes, H. ve Tufano, P. (2005), “Explaining the size of the mutual fund industry around the world”, **Journal of Financial Economics**, 78, ss.145-185.

- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. ve Shleifer, A. (2008), “The Economic Consequences of Legal Origins”, **Journal of Economic Literature**, 46, ss.285-332.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. Shleifer, A. ve Vishny, R. W. (1997), “Legal determinants of external finance”, **The Journal of Finance**, 52, ss.1131-1150.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. Shleifer, A. ve Vishny, R. W. (1998), “Law and finance”, **Journal of Political Economy**, 106, ss.1113-1155.
- Leuz, C., Lins, K.V. ve Warnock, F. E. (2009), “Do Foreigners Invest Less in Poorly Governed Firms?”, **Review of Financial Studies**, 22, ss.3245-85.
- Li, D. Moshirian, F. Pham, P.K. ve Zein, J. (2006), “When financial institutions are large shareholders: The role of macro corporate governance environments”, **The Journal of Finance**, 61, ss.2975-3007.
- Lilien, S. ve Rothberg, B., (2005), “Mutual fund proxy votes”, Working Paper, Baruch College.
- Listokin, Y., (2009), “If you give shareholders power, do they use It? An empirical analysis”, Yale Law & Economics Research Paper No. 383; CELS 2009 4th Annual Conference on Empirical Legal Studies Paper. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1400263>).
- McCahery, J., Sautner, Z. ve Starks, L. (2010), “Behind the scenes: The corporate governance preferences of institutional investors”, Tilburg Law School Research Paper No. 010/2010. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1571046>).
- Mintz, S. M. (2005), “Corporate governance in an international context: Legal systems, financing patterns and cultural variables”, **Corporate Governance: An International Review**, 13, ss.582–597.
- OECD, (2011 a), **Promoting Longer-term Investment by Institutional Investors: Selected Issues and Policies**, OECD Discussion Note.
- OECD, (2011 b), **The Role of Institutional Investors in Promoting Good Corporate Governance**, **OECD Publishing**. Available at: <http://www.oecd.org/dataoecd/33/17/49081553.pdf>.
- OECD. (2009), “**Guide on Fighting Abusive Related-party Transactions in Asia**”, Corporate Governance Series, Paris.
- Park, Y. ve Chung, K.H. (2007), “Foreign and local institutional ownership and the speed of price adjustment”, **Journal of Business Finance & Accounting**, 34: ss.1569-1595.
- Sarkar, J. ve Sarkar, S. (2009), “Multiple board appointments and firm performance in emerging economies: Evidence from India”, **Pacific-Basin Finance Journal**, 17, ss. 271-293.

- Spamann, H. (2010), "The "antidirector rights index" revisited", **Review of Financial Studies**, 23, ss.467-486.
- SPK (2011), Sermaye Piyasası Kurulu Faaliyet Raporu, 2010, SPK, Ankara
- Uğur, M. ve Ararat, M. (2006), "Does macroeconomic performance affect corporate governance? Evidence from Turkey", **Corporate Governance: An International Review**, 14, ss.325-339.
- Van der Elst, Christoph. (2011), "Revisiting shareholder activism at AGMs: Voting determinants of large and small shareholders", European Corporate Governance Institute (ECGI) Finance Working Paper No. 311/2011.
- World Bank, 2001, Finance for Growth: Policy Choices in a Volatile World, (Washington, D.C.).
- World Economic Forum, *The Global Competitiveness Report 2004-2005*.
- World Economic Forum, *The Global Competitiveness Report 2005-2006*.
- World Economic Forum, *The Global Competitiveness Report 2006-2007*.
- World Economic Forum, *The Global Competitiveness Report 2007-2008*.
- Yafeh, Y. ve Hamdani, A. (2011), "Institutional investors as minority shareholders", ECGI - Law Working Paper No. 172/2010. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1641138>.

Extensive Summary

Institutional and Company Specific Determinants of International Institutional Investors' Tendency to Vote at General Assemblies

Melsa Ararat
Sabancı University
Faculty of Management
and
Corporate Governance Forum of Turkey
(CGFT)

B. Burçin Yurtoğlu¹¹
WHU – Otto Beisheim School of
Management
and
Corporate Governance Forum of Turkey
(CGFT)

Introduction

The last two decades have witnessed a growing importance of institutional investors in global capital markets. These professional investors manage financial assets exceeding US\$65 trillion (including over US\$30 trillion in equities) according to the International Monetary Fund (2011) and OECD estimates (OECD, 2011a). Assets under management of institutions have tripled since the early 1990s. Institutional investors are major players not just in developed markets; their role is rapidly growing in emerging market countries (Khorana, Servaes, and Tufano, 2005).

Institutional investors influence financial markets worldwide through their predominance as buyers and holders of corporate securities. Given the size of their portfolios, they can and do affect the way corporations behave as well as the corporations' governance structure. Their monitoring role enhances corporate value and hence the value of exchanges (Ferreira and Matos, 2008). Hence, understanding the preferences of institutional investors with respect to corporate

¹¹ Address for correspondence: Professor Dr. B. Burcin Yurtoglu, Chair of Corporate Finance, Burgplatz 2, 56179 Vallendar, Germany
E-mail: burcin.yurtoglu@whu.edu

governance is important for firms, policy makers and researchers. Typically research has attempted to discern the preferences of institutional investors from inferences of which corporate attributes are deemed important and therefore monitored by institutional investors. Such research has examined market reactions to governance changes, proxy voting, and monitoring by the institutional investors. An important result of this research is that strong governance environments act to strengthen monitoring ability such that more institutions are encouraged to hold concentrated equity positions (Li, Moshirian, Pham and Zein, 2006). While the evidence shows an increase in institutional investors' activism during the last decade (Del-Guercio and Hawkins, 1999; Gillan and Starks, 2007), there is little direct evidence on whether institutional investors attend shareholder meetings or on whether and how they actually vote.

Method

This paper tackles these questions by analyzing the institutional and company specific determinants of the tendency of institutional investors to participate in the shareholder meetings of companies they invest in and cast their vote. We do so by studying two unique datasets. Our first sample consists of annually aggregated information on the ratio of ballots voted by the institutional investors, to the total number of ballots sent out (OPO) and on the ratio of voted shares to total shares (OHSO) in 62 countries over the 2004-2008 period. These data are provided by Broadridge, a company which offers proxy processing services to a large number of international banks and brokers, institutions in a large number of markets. Since Broadridge commands more than 90 percent of the proxy market, our data are highly representative of the behaviour of international investors in shareholder meetings across the world. The data reveal that there is substantial variation in both OPO and OHSO across countries. The mean value of OPO (OHSO) is 51.77 (52.21). Countries such as Morocco and Ecuador have an average OPO (OHSO) around 20% and in some other countries such as Japan these ratios exceed 75%.

We argue that institutional environments are likely to influence OPO and OHSO because of their role in facilitating corporate monitoring. Li *et al.* (2006) show that in order to monitor management effectively institutions must be able to voice their opinions, enforce their rights and obtain information necessary for monitoring purposes. The extant literature shows that these factors are largely the products of laws and regulations (La Porta *et al.*, 2008). Accordingly, to

explain the variation in OPO and OHSO, we use proxies to measure the extent to which institutional factors support those abilities.

First, the ability of institutions to voice opinions depends on the degree to which a macro governance environment protects voting rights of minority shareholders and enables them to challenge insiders. To measure shareholder protection, La Porta *et al.* (1997, 1998) construct the anti-director rights index which quantifies the presence of six important provisions related to shareholder rights in a country's company law or commercial code: (1) *Vote by mail*, (2) *Shares not deposited*, (3) *Cumulative voting*, (4) *Oppressed minority*, (5) *Preemptive rights* and (6) *Capital to call meeting*. For institutions interested in monitoring, these rights can significantly improve their intervention ability by (i) reducing the costs of voting or proxy contests, (ii) improving access to the board of directors, (iii) offering further avenues to challenge insiders other than in annual general meetings, and (iv) restricting the ability of insiders to dilute the voting power of others through preferential share issues. To check the robustness of our results, we also utilize an alternative *Anti-Director Rights Index (ADRI)*, developed by Djankov *et al.* (2008) to meet the criticisms that the original index have faced.

Second, the effect of shareholder rights can be strengthened by the degree to which they are enforced. To measure the degree of enforcement, we employ two quantitative assessments of the rule of law: (1) *Property rights*, and (2) *Efficiency of legal framework*.

Third, the ability of institutional investors to access information relevant to monitoring decisions is a function of sufficient, accurate and timely corporate disclosure. We measure the degree to which regulations mandate such information by another country-level variable, *Strength of auditing and reporting standards*. These three variables are based on survey data from the World Economic Forum's *Global Competitiveness Report*. They are evaluated on a scale of 1 to 7. At one end of the scale, 1 represents the worst possible situation; at the other end of the scale, a measure of 7 represents the best outcome.

The second part of the paper focuses on companies listed at the Istanbul Stock Exchange using a second dataset provided by Broadridge which has the additional advantage of observing OPO and OHSO at the company level in 2008. We hypothesize that the major drivers of the institutional investors to cast their vote in the general shareholder meetings will be the ownership structure and the degree to which companies supply timely and accurate corporate information.

Ownership structure is an important factor because institutions refrain from acquiring shares due to expropriation risk (Leuz, Lins and Warnock, 2009) and they also refrain from casting their votes (Van der Elst, 2011) in closely held companies. We focus on three different aspects of transparency and disclosure by using the Transparency and Disclosure Survey conducted by the Corporate Governance Forum of Turkey and Standard and Poors over the 2004-2008 period. The survey quantifies information on the degree to which listed companies provide information on their ownership structure (BE1), their financials (BE2), and their board structure and board procedures (BE3). We also consider a combination of these three individual indices to measure overall level of transparency and disclosure (TBE). In addition to these factors we use firm size, cross-listings and MSCI membership of listed firms as additional factors since because institutional investors have concerns about liquidity and transaction costs.

We use correlation analysis and ordinary least square regression (OLS) analysis which employs combinations of these variables along with additional control variables to understand their relationship to voting behaviour.

Results

We show that three provisions related to shareholder rights; (1) *Vote by mail*, (2) *Shares not deposited*, (3) *Cumulative voting* have a strongly positive effect on both OPO and OHSO. We also report a positive and strong effect of *ADRI* and the three remaining institutional variables; *Property rights*, *Efficiency of legal framework*, and *Strength of auditing and reporting standards*. These effects are both statistically and economically significant. To give an example, in countries with legal systems which supply *Cumulative voting*, both OPO and OHSO are higher in the order of 15 percentage points. Our regressions explain 8.8 (worst) to 26.1 (best) percent of the variation in the 234 OPO and OHSO observations from 62 countries.

As per the company characteristics that play a role on voting behavior, the results of the regression analysis show that in a sample of 102 ISE listed companies, institutional investors cast a higher fraction of their votes in larger companies, in companies with an MSCI (*Morgan Stanley Capital International World Index*) membership and a cross-listing. The magnitude of these effects are in part large. For example institutional investors cast some 10 percent more shares in companies which have a MSCI membership and/or cross-list their shares. While the overall transparency and disclosure index (TBE) is not significant at the conventional level, one of its

components, BE2 (financial transparency) is. When we interact the three transparency and disclosure index components with the fraction of closely held shares, we note that financial transparency becomes less important in companies with a high fraction of shares closely held. Another interesting finding is the negative coefficient of the interaction of BE3 with closely held shares. While BE3 is insignificant for the average company in the sample, it turns significantly negative in the specification with the interaction term, and the interaction term is also significantly negative.

The results suggest that institutional investors refrain from casting their vote due to content of the information on board structures and board procedures. This finding is consistent with empirical findings in other emerging markets on the effects of board structures on company performance (Black and Kim, 2007; Sarkar and Sarkar 2008, Dahya, Dimitrov and McConnell, 2008).

Conclusion

The variations in voting behavior are largely determined by macro corporate governance factors such as shareholder protection, law enforcement and corporate disclosure requirements. Strong governance environments act to strengthen monitoring ability such that more institutions are encouraged to voice their opinion by attending the general shareholder meetings and by casting their vote.

Our findings in the second part of the paper highlight that several other firm-specific factors influence institutional investors behavior holding the macro governance corporate governance factors such as shareholder protection, law enforcement and disclosure requirements constant. More importantly, the results indicate that voluntary transparency and disclosure levels of ISE listed companies are not conclusive to the participation of institutional investors in the decisionmaking processes.

We conclude that the introduction of relatively minor provisions such as elimination of share blocking before the general assemblies (*Shares not Deposited*) may induce institutional shareholders to take more active stance in monitoring companies which in turn may improve holding periods. While such small steps are easy to implement, broader goals such targeting a wider shareholdership require fundamentally different reforms.