

## İZLENİM

**Melsa Ararat, PhD**  
Direktör, Sabancı Üniversitesi  
Kurumsal Yönetim Forumu  
Koordinatör, IFC Küresel Kurumsal  
Yönetim Forumu Araştırma Ağı



**“Konferansta tüm aday ülkeler yer aldı ve hepsinin de konuya önem verdiği görüldü. Ancak AB'nin Kurumsal Yönetim gündemi üye ülkeler üzerine yoğunlaşmış durumda. Geçtiğimiz dönemde iş dünyası çok etkin bir lobi yürüttü Eylem Planı ile ilgili olarak. Tüm üyelerin kabul edeceği düzenlemeler yapmanın kolay olmadığı görüldü. Örneğin bir hisseye bir oy ilkesinden vazgeçti komisyon. Ağırlık şeffaflık ve hesap verme üzerinde yoğunlaştı. Yeni katılan ve aday ülkelerin farklı sorunları var. Bunların çok fazla adreslendiğini söyleyemem.”**

TKYD: Konferansta sizin de hazırlayıcıları arasında bulunduğunuz bir grup tarafından “Novo Mercado and its followers” raporu sunuldu. Bu çalışmanın amacı ve sonuçları hakkında bizlere bilgi aktarabilir misiniz? Bu araştırma doğrultusunda ülkemizdeki endeks uygulaması konusunda görüşünüz nedir?

**Ararat:** Kurumsal Yönetim bir süredir gelişmekte olan ülkelerin borsaları tarafından kurumsal yatırımcıları cezbetmede bir rekabet avantajı olarak kullanılıyor. Benim Burçin Yurtoğlu ile birlikte yazdığım makale, Türkiye'deki Kurumsal Yönetim Endeksi uygulamasını Brezilya'daki Novo Mercado uygulaması ile karşılaştırıyor.

Novo Mercado modeli BOVESPA'nın listeleme kriterlerinin yanı sıra az sayıda ilave kriterlere uyan şirketin hisselerinin ayrı bir piyasa segmentinde alınıp satılması esasına dayanıyor. Her ne kadar iki uygulamanın çıkış noktaları ve amaçları arasında farklılıklar olsa da Brezilya deneyiminin başarılı olduğu konusunda görüş birliği var. Türkiye'deki uygulama ise bizim değerlendirmemize göre istenen amaca ulaşamadı. Makalede Novo Mercado ile karşılaştırmalı olarak bu durumun sebeplerini inceledik ve bazı önerilerde bulunduk.

Bizim görüşümüze göre Türkiye'deki uygulamanın amacına ulaşmamasının ardında hem teknik hem de kurumsal (institutional) sebepler var. Kurumsal sebepler konusunda kısa dönemli olarak yapılabilecek bir şey yok. Brezilya çok daha gelişmiş bir sermaye piyasasına sahip. Özelleştirme sürecinin 10 yıl daha önce başlamış olmasının ve kamu emeklilik fonlarının yönetiminin daha 70'lerde devlet kontrolünden çıkmış olmasının bunda etkisi var. Sonuç olarak daha derin ve etkin bir piyasa. Önemli ölçekte şirket hisseleri kurumsal yatırımcıların elinde bulunuyor.

Çalışanların geleceği bu fonların yatırım yaptığı şirketlerin başarısına endeksli olduğu için kurumsal yönetim politikasının bir parçası. Daha önemlisi Novo Mercado projesi BOVESPA'nın, yatırımcıların ve aktivist organizasyonların ortaklaşa geliştirdikleri ve uyguladıkları bir proje. Örneğin yatırım bankaları ulusal birliği belli kriterlere uymayan şirketlerin piyasaya arzını üstlenmeyeceğini açıklayarak uygulamada aktif ve belirleyici bir rol oynadı. Borsa yatırımcıları birliği de benzer bir destek verdi. Türkiye örneğinde yatırımcılar ve diğer toplumsal paydaşlar süreçte yer almadılar. Bizce mevcut uygulama teknik açıdan bazı zaafı taşıyor. Novo Mercado örneğinde pazara dahil olmanın kriterleri çok açık, basit ve objektif. Türkiye'de ise endekse dahil olmak şirketin seçtiği derecelendirme kuruluşu tarafından yapılan derecelendirmeye dayanıyor. Derecelendirilen şey şirketin SPK'nın Kurumsal Yönetim İlkeleri'nde yer alan ve uygulama biçimi büyük ölçüde şirketlere bırakılan ilkelere uyumu. Derecelendirme notu hem analistin subjektif değerlendirmesine göre değişiyor, hem de derecelendirme kuruluşlarının seçtiği yöntemlere göre. Zira kurumsal yönetim derecelendirmesinin kredi derecelendirmesi gibi uluslararası genel kabul görmüş yöntemleri yok. Ampirik araştırmalar endekslerle şirket performansı arasında bir ilişki bulamıyorlar. Benim kanımcı, verilen notların şirketlerin kurumsal yönetim kalitesinin bir göstergesi olarak değerlendirilmesi zor. Ancak bu söylediklerimden şirketlerin kurumsal yönetimlerinin kredibilitesi olan bağımsız uzmanlarca değerlendirilmesine karşı olduğum sonucu çıkmasın. Bu başlı başına olumlu bir davranış ve piyasaya bir sinyal. Örneğin Citibank geçtiğimiz yıl kurumsal yönetim konusunda yatırımcılardan gelen yoğun eleştirilere Bob Monks'a bir rapor yazdırarak yanıt verdi. Burada tartıştığımız konu şu; endekste yer alan şirketleri birbirleri ile ve endekse dahil olmayan şirketlerle karşılaştırmaya pek olanak vermeyen az sayıda ve zaten likiditesi yüksek





şirketlerle ilgili kısmen subjektif bir değerlendirmenin varlığı bu şirketlere ve dolayısıyla İMKB'ye daha stratejik yatırımları çekmekte önemli bir rol oynayabilir mi? İster endeks ister ayrı piyasa modeli kullanılsın, biz az sayıda objektif kritere dayanan bir farklılaştırma stratejisinin tartışılmasını öneriyoruz. Tüm şirketlerin yayımlaması gereken SPK Kurumsal Yönetim İlkelerine Uyum Raporu zaten şirketlerin bu ilkeleri ne kadar benimsediğini gösteriyor. Geçen sene yazdığımız makalede biz şu kriterleri önerdik:

1. Herhangi bir anda piyasada işlem gören hisselerin oranının %25'ten fazla olması
2. Herhangi bir anda en az 500 hissedara sahip olmak
3. %5'in üzerinde oy hakkı olan doğrudan ya da dolaylı nihai hak sahibi gerçek kişilerin açıklanması
4. Hisse gruplarının ve gruplara ortaklık anlaşmaları ile verilmiş kontrol haklarının açıklanması
5. YK'ya aday gösterme imtiyazına sahip hissedarların Genel Kurul ilanı ile birlikte adaylarını açıklamaları
6. Şirketin kontrolü ile ilgili ortaklık anlaşması hükümlerinin anlaşma yürürlüğe girdiği tarihte borsaya bildirilmesi
7. Kurucu hisse olmaması
8. İlişkili partiler arasındaki belli bir miktarın üzerindeki işlemlerin bağımsız denetime tabi olması
9. Belli bir miktarın üzerindeki varlık satışlarının ve birleşme ve satın almaların genel kurulda onaylanması
10. Nakit hakkı ve kontrol hakkı arasındaki farkın belli bir limitin altında olması
11. Şirket net değerinin %1'ini geçen ve süreklilik taşıyan ilişkili partiler arası tüm ticari kontratların açıklanması

Bu kriterlere uymayı taahhüt eden şirketler diğerlerinden ayrılır. Bu liste tartışılabilir. Örneğin ilişkili partiler arası işlemlerin bağımsız değerlendirmeye tabi olması ile ilgili tebliğ ile tüm halka açık şirketlere yeni yükümlülükler getirdi. Ancak gördüğünüz gibi bağımsız YK üyesi gibi kriterler önermiyoruz. Kontrol yapısının şeffaflığı ve önemli kararlarda yatırımcıların haklarının korunması önemli. İMKB-30 içinde yer alan şirketlerin bu endeks ya da pazarda yer alıp almaması da tartışılması gereken bir husus bence.

**TKYD:** Konferansın Avrupa Birliği'ne yeni katılan ve katılmaya aday ülkeleri hedef aldığı aktarılmıştı, bu doğrultuda Avrupa Birliği'nin katılmayı hedefleyen ülkelerden kurumsal yönetim konusunda beklentilerini nasıl özetleyebilirsiniz?

**Ararat:** Doğal olarak aday ülkelerden beklenenlerle üye ülkelerden beklenenler aynı: AB'de daha çabuk uyguluyorlar ama eski Avrupa mevcut yapıları direktiflerin uygulanmasında zorlanıyor. Avrupa 'uy ya da açıkla' ilkesinden vazgeçmek istemiyor ama uygulamada açıklamaların tatmin edici olmaktan uzak olduğu sık sık dile getiriliyor. 2003 yılında yayımlanan Eylem Planı şirketlerin kurumsal yönetim yapılarının net bir şekilde açıklanması, hissedarların oy haklarını etkin bir biçimde kullanmaları, bağımsız yönetim kurulu üyelerinin rollerinin geliştirilmesi ve yöneticilerin maaş ve diğer haklarının kamuya açıklanması konularını öncelikli hedefler olarak ortaya koymuştu. Açıklamaların yeterliliğinin denetimi ise pazara bırakılmıştı. Şimdi bir şekilde daha sert bir

denetimden söz ediliyor. Örneğin Hollanda'da uyum raporlarını denetlemek üzere bağımsız bir kurul oluşturuldu.

Şu anda sınır ötesi yatırımcıların haklarının genişletilmesi öne çıkmış durumda. Genel kurullarda soru sorma hakkı, elektronik olarak genel kurula katılım ve elektronik oy kullanma gündemde. Diğer yandan 2008 Eylül ayına kadar üye ülkeler Şeffaflık Direktifi'ni uygulamak zorundalar. Bu direktif finansal raporların geliştirilmesini öngördüğü gibi finansal raporların güvenilirliği açısından iç denetim ve risk yönetimi sistemlerinin rolünün de açıklanmasını gerektiriyor. Yani Avrupa ABD'nin önde olduğu konularda açığı kapatmaya çalışıyor ama farklı bir yaklaşım izleyerek. ABD ve Avrupa arasındaki temel farklılık şu: ABD hissedarların haklarını ve çıkarlarını düzenlemelerle korumaya odaklanırken Avrupa pay sahiplerinin karar alma süreçlerinde doğrudan yer almasını sağlamaya odaklanıyor. Bu amaçla pay sahipleri ile şirketi kontrol edenler arasındaki bilgi asimetrisini azaltmaya ve şeffaflığa odaklanıyor. Zaman zaman 'pay sahipleri demokrasisi' diye de adlandırılan bu yaklaşımın hakim ortakların pay sahipliği oranlarının %60'lara vardığı Türkiye'de aynı amaca hizmet edeceğinden şüpheliyim. Türkiye pay sahiplerinin haklarının yasa ve düzenlemelerle korunmasına öncelik vermeli diye düşünüyorum.

Aday ülkeler ve yeni üyeler için özellikle gündemde olan bir konu ise düzenleyici ve gözetleyici otoritelerin kapasitelerin ve yetkinliklerinin artırılması. Bu Türkiye için çok önemli.

**TKYD:** Konferans ile ilgili izlenimleriniz ve çalışmaların geleceği hakkında görüşleriniz nelerdir?

**Ararat:** Konferansta tüm aday ülkeler yer aldı ve hepsinin de konuya önem verdiği görüldü. Ancak AB'nin Kurumsal Yönetim gündemi üye ülkeler üzerine yoğunlaşmış durumda. Geçtiğimiz dönemde iş dünyası çok etkin bir lobi yürüttü Eylem Planı ile ilgili olarak. Tüm üyelerin kabul edeceği düzenlemeler yapmanın kolay olmadığı görüldü. Örneğin bir hisseye bir oy ilkesinden vazgeçti komisyon. Ağırlık şeffaflık ve hesap verme üzerinde yoğunlaştı. Yeni katılan ve aday ülkelerin farklı sorunları var. Bunların çok fazla adreslendiğini söyleyemem.

Bundan sonra tartışmalar ve düzenlemeler hisse ihraç eden şirketlerden global finansal sistemin aktörlerine, özellikle yatırım bankaları ve fonlara odaklanacak. Yatırım bankalarının düzenlenmesinin mevduat bankaları kadar önemli olduğunu düşünüyorum. Gelişmiş piyasalarda hissedarlar yatırım yaptıkları şirketlerin kontrolünden uzaklaştı, bankalar ve aracı kurumların rolleri giderek artıyor. Pay sahipleri ve şirket arasında 15 aracı olduğundan söz ediliyor. Gündemdeki konular arasında fonların genel kurullarda oy kullanma zorunluluğu, oyların açıklanması ve gerekçelendirilmesi, nihai hak sahiplerinin onayı alınmadan oy kullanılamaması, hisse ödünç verme işlemlerinin ve hisseleri elinde tutanların oy kullanmalarının düzenlenmesi gibi konular var. Avrupa'nın avantajı hissedarların ABD'dekine oranla daha aktif, daha güçlü ve daha etkin olmaları. Avrupa bu avantajını korumaya ve geliştirmeye kararlı. Bütün bu gelişmeler Kurumsal Yönetim konusunun hem Türkiye'de, hem Avrupa'da hem de dünyada giderek daha politik bir nitelik kazandıracağını gösteriyor.