

3.YÖNETİŞİM VE KÜRESEL REKABET²⁹

Günümüzün en önemli konularından birisi yoksul ve gelişmiş ülkeler arasındaki gelir dağılımı dengesizliğini azaltmak ve yoksulluğu yok etmektir. Bunu sağlamanın bir yolunun ekonomik büyüme olduğu konusunda en azından ekonomistler arasında bir mutabakat olduğu söylenebilir. Diğer yandan bu dengesizliğin boyutları ve küresel ekonomik ve politik benzeşme süreci gelişmekte olan ülkelerin gerek duyduğu ekonomik büyümenin kamu kaynakları ile sağlanmasını olanaksızlaştırmıştır. Dolayısıyla uluslararası özel sermayenin daha yoksul ülkelere kaymasını sağlamak küresel ekonomik gündemin ve aynı zamanda küresel kurumsal yönetim (bundan sonra yönetim) hareketinin temel amaçlarından birisi olmuştur.³⁰

Yönetişim sistemi bir ülke özelinde o ülkedeki şirketlerin sevk ve kontrolünde kullanılan güç ve yetkilerin dağılımını belirleyen kurumların bütününden oluşur. Diğer bir deyişle yönetim başlığı altında şirketlerin mülkiyet yapılarını, kaynakların kullanımı ile ilgili karar alma ve denetleme mekanizmalarını, şirketlerle ilgili bilgilerin denetimi ve paylaşımını, kârın ve şirketin sağlayabileceği diğer faydaların şirket paydaşları arasındaki dağılımını belirleyen kurumların (yasalar, düzenlemeler, değerler-davranış normları ve diğer formel ve formel olmayan kurumlar) oluşturduğu çerçeve incelenmektedir. Bu açıdan bakıldığında yönetim sistemi ve rekabet gücü/performans arasındaki ilişkinin karmaşık bir nedensellik göstereceği açıktır (Cornelius and Kogut, 2003)

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

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

²⁹ Melsa Ararat (Sabancı Üniversitesi, Yönetim Bilimleri Bölümü ve Kurumsal Yönetim Forumu)
B. Burçin Yurtoğlu (Viyana Üniversitesi, İktisadi Bilimler Fakültesi, Ekonomi Bölümü ve Sabancı Üniversitesi,
Yönetim Bilimleri Bölümü-Network).

³⁰ Bu makalede yönetim kavramı yönetim sistemi (rejimi/çerçevesi) anlamında kullanılmaktadır.

Geçtiğimiz 20 yıl içinde geniş anlamıyla kurumsal yapılar (institutions) arasındaki farklılıklar ve bunlardan etkilendiği düşünülen iktisadi performans farklılıkları, üzerinde çok durulan bir konu haline geldi. İktisat yazınında 'yönetişim' (corporate governance) başlığı altında toplanan dal bu konuya odaklanmaktadır. Konuya her disiplin farklı açılardan baksa da son birkaç yıl içinde bu başlık altında kurumsal yapılara odaklanan ve iktisat, hukuk, siyaset bilimi ve yönetim bilimlerinin ortak paydası olarak nitelendirilebilecek geniş bir alan oluşmuştur.

İkinci bir alt dalda ise ülkelerin hukuk sistemlerinin şirket performansına belirleyici bir etkisi olduğunu savunan, yani 'hukuk ve finans' ilişkisine özel bir önem atfeden bir başka yazından da söz edebiliriz. Her ne kadar, bir ülkenin yönetim yapıları o ülkenin hukuk sistemi içinde yuvalanmış gibi gözükse de, bu iki alt başlık altında toplanan yazının perspektifleri arasında önemli farklılıklar olduğundan söz edebiliriz. Bu iki alanın farklı ve benzer yanlarını vurgulamak amacıyla, biz yönetim sistemlerini belirleyen kurumsal yapılara odaklanacağız ve bu bölümde farklı ülkelerde gözlemlenen yönetim sistemlerini, bu sistemlerde yer alan aktörlerin amaçları ve yönetim sistemlerinin mikro ve makroekonomik performansa etkilerini ele alacağız. Bu bağlamda (1) şirketlerin mülkiyet yapıları, (2) şirket sahiplerinin şirket yöneticilerini gözleme ve kontrol etmelerinde belirleyici olan yapı ve düzenekler ve (3) şirket yöneticilerinin disiplin edilmeleri ve/veya görevden uzaklaştırılmalarında önem taşıyan kurumsal yapılar ele alacağımız konular olacaktır. Bu çerçevede Türkiye'nin konumuna da değineceğiz.

Yönetişim ve Rekabet Gücü

Dünya ekonomilerinin hızlanarak artan entegrasyonu finansal sermayeyi çekme konusundaki rekabeti de küreselleştirmiştir. Bu gelişmelerin doğal bir sonucu olarak rekabet gücünü artırıcı ulusal kurumlar ve bu kurumların işleyişini etkilemek üzere tasarlanan politikalar öne çıkmaktadır (Porter, 1990). Rekabet gücünü belirleyen ana unsurlar öncelik sırası farklı yazarlara göre değişse de finans ve insani yeteneklerdir (human talent). Bir ülkedeki yönetim sisteminin o ülkeye rekabet avantajı sağlaması için finansman kaynaklarını çekecek güven ortamını sağlaması gerekir. Bu ise yatırımcı haklarının ve genel olarak mülkiyet haklarının toplumun tüm kesimleri için korunduğu bir kurumsal altyapı gerektirir (Acemoğlu ve Johnson, 2003). Bir ülkenin yönetim sistemine duyulan güven o ülke şirketlerinin daha geniş bir yatırımcı talebiyle karşılaşmalarını ve bu yolla daha düşük sermaye maliyetleriyle çalışabilmelerini sağlar.

İkinci olarak finansman kaynaklarının rekabet sahnesine yeni girecek şirketlere de yönelme seçeneğinin olması inovasyon ve yenilikçiliğe dayanan rekabeti teşvik eder ve dolayısıyla bir bütün olarak ülkenin rekabetçiliğini olumlu etkiler. Diğer yandan iyi yönetim uygulamaları karar alma yetkilerinin o kararı alma yetkinliğine ve yeteneğine sahip kişi ve organlara verilmesini, yetki verilenlerin denetlenmesini ve kendilerinden hesap sorulmasını sağlayarak şirket yönetimini etkinleştirir.³¹

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

Temel yaklaşımımızı bir cümle ile özetleyebiliriz: Eğer ürün ve faktör pazarları rekabetçi ise pazardaki rekabet şirketlerin yönetimi için yeterli olabilir. Rekabet ve iyi yönetim rekabet gücünü teşvikte en azından kısmen birbirini ikame eder.

³¹Şirketin temel amacının hisse değerinin artması değil şirketin tüm paydaşları için değer yaratması olması gerektiğini savlayan paydaş teorisi yönetim ve etkinlik ilişkisinin araştırılmasında daha verimli bir perspektif sunsa da paydaş teorisinin tutarlılığı ve sağlamlığı tartışılmaktadır.

3.1 Kurumlar ve Etkileri

3.1.1 Mülkiyet ve Kontrol Yapıları

Tablo 1’de 38 ülkeye ilişkin sahiplik yoğunlaşması ve sahiplerin kimliklerini özetleyen istatistiki bilgiler ülkelerin hukuk sistemlerinin kökenine göre sıralanarak verilmektedir. Bu sınıflandırma ilk olarak LaPorta, Lopez-De-Silanes, Shleifer ve Vishny’nin (1997, 1998 bundan sonra LLSV) çalışmalarında kullanılmış ve yönetim yazınının gelişiminde çok önemli bir rol oynamıştır.³² İkinci sütunda bu bilgilerin toplandığı şirket sayısı verilmektedir. Veriler ABD’de 3000’den fazla şirketi içerirken, Arjantin, Şili, Yunanistan gibi diğer bazı ülkelerde 10’dan daha az şirketi kapsamaktadır. Tablonun üçüncü sütununda kimliklerine bakılmaksızın en büyük pay sahiplerinin ortalama sahiplik oranı yer almaktadır. Bu rakamlar sistematik farklılıklara işaret etmektedir. Örneğin, İngiltere örneklemindeki 687 şirkette ortalama en büyük pay yüzde 16 iken, Almanya ve Fransa’da bu oran sırasıyla yüzde 54 ve 49 seviyesindedir. İskandinav Hukuk sisteminde yer alan dört ülke ortalaması yaklaşık olarak yüzde 27 olup İskandinav sistemi Anglosakson sistemiyle Alman ve Fransız sistemleri arasında bir yer almaktadır. Alman hukuk sistemi içinde yuvalanmış olan Avrupa ve Asya ülkeleri arasında önemli farklılıklar da göze çarpmaktadır. Alman hukuk sisteminden gelen Avrupa ülkelerinde (Almanya, Avusturya ve İsviçre) yaygın olarak şirket sahiplik yapılarında piramit benzeri sahiplik ilişkileri öne çıkarken, özellikle Japonya’da rastlanan Asya tarzında şirketlerin birbirleriyle karşılıklı sahiplik ilişkileri içinde olduğu ve bankaların bu yapı içinde önemli bir rol oynadığı görülmektedir. Japonya’da rastlanan bu durum bir yandan pay sahiplerinin şirket sermayesine tek başlarına göreceli olarak düşük oranlarda ortak olmasına imkan tanırken, diğer yandan karşılıklı ortaklıklar yoluyla bu sistem içinde de mülkiyet yoğunlaşmasını ve güç dengesini sağlar.

Tablo 3.1’in diğer sütunlarında (4-8) en büyük pay sahiplerinin kimliklerine yer verilmiştir. Bu yapılırken, yüzde 10’luk bir oran eşik olarak kabul edilmiştir. Örneğin ABD’nin en büyük 500 şirketine bakıldığında ailelerin bu şirketlerden sadece yüzde 3,42’sinde en büyük pay sahibi olduğu (ve bu payın yüzde 10 oranını aştığı) gözlemlenmektedir (sütun 4). Sütun 5 ve 6, finansal ve finansal olmayan şirketlerin sırasıyla 500 büyük şirketten yüzde 9,2 ve yüzde 6,5’inde yüzde 10’u aşan bir oranla en büyük pay sahipleri olduklarını göstermektedir. Amerikan ilk örneğine uygun olarak devletin sahiplik rolü ihmal edilecek kadar küçüktür (sütun 7). Yine aynı olguyla tutarlı olarak şirketlerin yüzde 80’inde sermayenin yüzde 10’unu aşan büyüklükte bir pay bulunmamaktadır (sütun 8).

³²Bu sınıflandırmanın önemine makalenin ileriki bölümlerinde değinilecektir.

Tablo 3.1 Mülkiyet Yoğunluğu ve Sahiplerin Kimlikleri

Ülke	Şirket Sayısı	En Büyük Sahibin Ortalama Payı	Aileler	Finansal Şirketler	Finansal Olmayan Şirketler	Devlet	Yaygın Sahiplik
Anglosakson Hukuk Sistemi (HS)							
ABD	3070	21,89	47,30	25,90	14,60	0,90	11,30
ABD (en büyük 500)	500	13,50	3,42	9,20	6,58	0,47	80,33
Avustralya	114	24,83	30,70	17,50	30,70	0,00	21,10
Bermuda	12	49,86	25,00	25,00	50,00	0,00	0,00
Güney Afrika	25	42,15	24,00	24,00	48,00	4,00	0,00
Hindistan	37	45,07	2,70	2,70	43,20	51,40	0,00
Hong Kong	43	38,61	14,00	34,80	51,20	0,00	0,00
İngiltere	687	16,00	17,90	37,00	15,10	1,80	28,20
İrlanda	24	17,62	29,20	20,80	16,70	8,30	25,00
İsrail	14	31,18	28,60	14,30	50,00	0,00	7,10
Kanada	280	36,99	34,60	19,60	40,40	3,30	2,10
Malezya	158	34,97	38,00	10,10	48,10	1,90	1,90
Singapur	97	38,45	27,80	28,90	43,30	0,00	0,00
Yeni Zelanda	18	45,01	0,00	55,60	44,40	0,00	0,00
Anglosakson HS Ortalaması	4579	32,58	23,09	23,24	35,88	5,15	12,65
İskandinav HS							
Danimarka	40	23,13	25,00	12,50	25,00	2,50	35,00
Finlandiya	34	26,90	5,90	17,60	38,20	23,60	14,70
İsveç	54	28,33	16,70	38,90	33,30	3,70	7,40
Norveç	42	29,92	16,70	23,80	47,60	7,10	4,80
İskandinav HS Ortalaması	170	27,07	16,08	23,20	36,03	9,23	15,48
Alman HS Avrupa							
Almanya	240	54,01	26,70	15,40	48,80	7,00	2,10

Ülke	Şirket Sayısı	En Büyük Sahibin Ortalama Payı	Aileler	Finansal Şirketler	Finansal Olmayan Şirketler	Devlet	Yaygın Sahiplik
Avusturya	30	59,37	6,70	23,30	53,30	16,70	0,00
İsviçre	66	45,63	33,30	10,60	42,40	4,60	9,10
Alman HS Avrupa Ortalaması	336	53,00	22,23	16,43	48,17	9,43	3,73
Güney Kore	16	19,10	25,00	6,30	25,00	12,40	31,30
Japonya	1036	15,08	5,90	6,60	58,10	0,20	29,20
Tayland	81	34,53	7,40	56,80	32,10	3,70	0,00
Tayvan	11	15,75	18,20	9,10	9,10	9,10	54,50
Alman HS Asya Ortalaması	1063	16,64	16,37	7,33	30,73	7,23	38,33
Alman HS Ortalaması	1399	34,82	19,30	11,88	39,45	8,33	21,03
Fransız HS							
Antiller	5	30,45	20,00	20,00	60,00	0,00	0,00
Arjantin	8	40,18	12,50	25,00	50,00	12,50	0,00
Belçika	41	44,54	9,80	34,11	53,69	0,00	2,40
Brezilya	25	58,64	12,00	12,00	56,00	20,00	0,00
Endonezya	41	50,00	34,10	9,80	48,80	7,30	0,00
Fransa	187	48,88	25,10	17,60	51,30	2,30	3,70
Hollanda	66	27,13	6,10	13,60	43,90	6,10	30,30
İspanya	59	37,76	1,70	23,70	57,60	8,50	8,50
İtalya	57	45,24	3,50	40,40	47,40	3,40	5,30
Meksika	8	47,42	50,00	0,00	50,00	0,00	0,00
Portekiz	10	42,48	0,00	20,00	30,00	50,00	0,00
Şili	9	35,22	11,10	44,40	33,30	0,10	11,10
Türkiye	302	45,93	13,57	12,25	69,22	1,98	2,98
Yunanistan	5	52,44	0,00	0,00	80,00	20,00	0,00
Fransız HS Ortalaması	526	42,99	14,71	21,47	50,14	8,41	4,38
Tüm Ülkeler	6674	36,86	18,54	20,96	42,83	7,73	9,93

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

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

Şirket Yöneticileri:

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

Morck, Shleifer ve Vishny (1988, bundan sonra MSV) SY arttıkça bu durumun, birbiriyle çelişen iki etkiye yol açtığını savunmuşlardır. (1) Servet Etkisi: SY'nin yükselmesi, şirketin piyasa değeri arttıkça yöneticilerin servetini daha da fazla artırmaktadır. (2) Yer Sağlama Etkisi (entrenchment): SY arttıkça şirket yöneticileri yerlerini sağlamlaştırmakta ve muhasım devralma (hostile takeover) ya da yatırımcıların çabalarıyla işten atılmaları ihtimalini azaltmaktadırlar. Bu durum onların (diğer yatırımcılarla örtüşmek zorunda olmayan) özel çıkarlarını gerçekleştirmelerine daha fazla olanak tanır.

MSV, S_Y ile şirket değerinin önemli bir göstergesi olan q ³³ oranı arasında doğrusal olmayan bir ilişkinin varlığını göstermişlerdir. Bu ilişki S_Y sıfırdan yüzde 5'e yükselirken artan, S_Y yüzde 5 ile 25 aralığındayken azalan, yüzde 25'den sonra ise tekrar artan bir şekle sahiptir. MSV bu doğrusal olmayan ilişkiyi yukarıda açıklanan iki etkinin değişik S_Y aralıklarında farklı şiddetlere sahip olmasıyla açıklarlar.

MSV'i takip eden bir dizi çalışma bu sonuçlara benzemektedir (Cho, 1998; Short ve Keasey, 1999; Cosh et al, 2001; ve Gugler, Mueller ve Yurtoglu, 2004a). Bunların yanı sıra McConnell ve Servaes (1990, 1995) sadece artan ve azalan bir ilişki gözlemlemiş, benzer bir sonuç ise Tomsen ve Pedersen (2000) tarafından Avrupa şirketleri için elde edilmiştir.

MSV yaklaşımına içkinlik (endogeneity) sorunları dolayısıyla çeşitli eleştiriler getirilmiştir. Demsetz ve Lehn (1985) mülkiyet ile şirket performansı arasında bir bağıntı bulamamış ve bu durumu mülkiyet yapısının her şirkete özgü sebeplerle başka faktörler tarafından belirlenmesine bağlamışlardır.³⁴ Gugler, Mueller ve Yurtoglu (2004c), MSV yaklaşımında göze çarpan artan/azalan/artan ilişkisinin tuhaflığını yeni bir yaklaşımla ortadan kaldırmışlar, bunu yaparken MSV'nin S_Y ile ölçmeğe çalıştığı servet ve yer sağlama etkilerini ayırtmak için iki farklı değişken kullanmışlardır. Bu yaklaşımda servet etkisi S_Y 'nin maddi değeriyle, yer sağlama etkisi de S_Y ile ölçülmektedir.

Claessens, Djankov, Fan ve Lang (2002) Asya'da yaygın olarak görülen nakit akışı ve kontrol hakları farklılıklarını kullanarak, MSV yaklaşımına ikinci bir ayırıştırma çözümünü getirmişlerdir. Claessens et al'ın sonuçları, Asya ülkelerinde şirket değerinin nakit akışı hakları yoğunlaştıkça servet etkisi yoluyla arttığını ve kontrol hakları arttıkça da yer sağlama etkisi sonucu azaldığını gösterir.³⁵ Lins (2003) 18 yükselen ekonomiyi kapsayan araştırmasında nakit akışı ve kontrol hakları farklılıklarının şirket performansına olumsuz etkilerini tespit etmiştir. Bu etki yatırımcı haklarının göreceli olarak daha sınırlı olduğu ülkelerde daha da büyüktür.

Bu çalışmaların ortak noktası, yöneticilerin şirket sermayesine yüksek oranlarda sahip olmalarının yer sağlama etkisi nedeniyle küçük sermayedarlar açısından olumsuz sonuçlar doğurduğu ve aynı zamanda artan mülkiyet oranının yöneticileri şirket değerini artırmaya özendirildiğini göstermeleridir.

³³Tobin tarafından türetilmiş olan q değeri şirket piyasa değerinin şirket varlıklarının değerine oranıdır (Tobin, 1965)

³⁴Demsetz ve Lehn'in makalesi bir bakıma daha önce MSV tarzında yapılan çalışmalara bir tepki niteliğindedir. Bu çalışmaları temsilen, bkz. Benston (1985).

³⁵Benzer etkilerin varlığı Yurtoglu (2000, 2003) tarafından Türk şirketleri için de gösterilmiştir.

Şirket Dışı Aile ve Kişiler:

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

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

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

Bankalar: Almanya ve Japonya, bankaların şirket performansı üzerinde önemli bir etkisi olduğunu vurgulamak üzere örnek gösterilen ülkelerdir. Bankaların rolü gözlemlene, gerekli durumlarda disipline etmeyle sınırlı kalmayıp, özellikle Japonya örneğinde olduğu gibi şirketin zor anlarında nakit akışını genişletmek, yönetimde değişikliklere gitmek ve bunların yanında yeniden yapılanmayı (restructuring) teşvik etmek gibi etkileri de kapsar (Aoki, Patrick and Sheard, 1994; Berglöf and Perotti, 1994). Yakın zamanda Almanya ve Japonya’da yaşanan ekonomik duraklamanın da etkisiyle, bankaların oynadığı rolün olumlu etkileri tartışılmaya başlanmış, bazı araştırmalar bankaların bahsedildiği gibi şirket değerini artırıcı bir rol oynamadığını belirtmişlerdir (Edwards ve Fischer, 1994 ve Boehmer, 2001). Gugler, Mueller ve Yurtoglu (2004a) sadece Fransız hukuk sistemindeki ülkelerde bankaların diğer sahiplik kategorilerine oranla şirket performansını artırıcı bir etki yapabildiklerini göstermektedirler.

Diğer Şirketler:

Piramitsel Yapılar: A şirketinin B şirketinde, B şirketinin C şirketinde pay sahibi olduğu piramitsel mülkiyet yapılarının piramidin alt kısmında kalan şirket performansına olumsuz etkileri olduğu bir dizi araştırmayla vurgulanmıştır. Bunlardan Volpin (2002) piramitsel yapılarla kontrol edilen İtalyan şirketlerinin piyasa değerlerinin ve kârlılıklarının düşüklüğünü, Gugler and Yurtoglu (2003b) piramitlerin alt kısmındaki Alman şirketlerinin diğerlerine oranla daha az temettü ödediklerini ve bu tip şirketlerin yaptığı yatırımların getirilerinin yatırım maliyetlerinin altında kaldığını vurgulayan bulgular sunmaktadırlar (Gugler, Mueller ve Yurtoglu 2004a).

Keiretsu ve Chaebol: Şirketlerin bir grup yapısı altında bir araya gelmelerinin bakışsız bilgi (asymmetric information) ve varlık özgülüğü (asset specificity) kaynaklı sorunları en azından kuramsal olarak azaltması nedeniyle şirket performansına olumlu etkilemeleri beklenir (Williamson, 1975; Gilson ve Roe, 1993). Grup yapılarında görülen çapraz sermayedarlık bağları vekalet maliyetlerini (agency costs) azaltıcı bir rol oynayarak grup yapılarının performans üzerinde olumlu bir etki yapmasını sağlar. Bu alandaki ampirik çalışmalar, grup yapılarının 1970 ve 1980'li yıllarda şirket performansı üzerinde olumsuz bir etkileri olmadığını, ancak 1990'lardan itibaren grup şirketlerinin bağımsız şirketlere oranla daha kötü bir performans sergilediğini öne sürmektedirler.³⁶Bu gözlem performans farklılıklarında mülkiyet yapılarının yanı sıra yatırım fırsatlarının da önemli bir rol oynadığına işaret eder.

Devlet:

Devletin kontrolündeki şirketlerin yönetimi genellikle bir bakanlığa ya da kontrolü yine devletin elinde olan bir holding şirketine teslim edilir. Bu mülkiyet ilişkisinin uzun zamana yayılmış olması beraberinde bu bakanlık ya da holding şirketinin etkisi altında kalması (state capture) problemini beraberinde getirir. Stigler'ın (1971) ABD'de düzenlemeye tabi (state regulated) şirketler için biçimlendirdiği bu tez, doğal olarak diğer ülkeler için de geçerlidir.

Devlet kontrolünde ikinci bir problem ise, devlet kontrolünün vekalet sorununa (agency problem) yeni bir katman eklemesiyle daha da öne çıkar. Zira devletin 'sahibinin' vatandaşlar olduğu gerçeği göz önüne alınırsa, vekalet zinciri, vatandaşların meclisi seçmesini, meclisin bakanı gözlemlemesini, bakanlığın veya holding şirketinin de devlet kontrolündeki şirketi gözetlemesini gerektirir. Eğer özel sermaye kontrolündeki şirket yöneticilerinin kendi çıkarlarını gözetirken çok ciddi bir muhalefete maruz kalmadıklarını kabul ediyorsak, bu denetimsizlik ve kontrolsüzlük durumunun devlet kontrolündeki şirketlerde çok daha belirgin olacağını kabul etmemiz de gerekir.

³⁶Bu araştırmalar hakkında detaylı bilgi Gugler, Mueller ve Yurtoglu (2003) ve Claessens ve Fan (2002) makalelerinde bulunabilir.

Devlet kontrolünün performansa etkisini ölçmek bir dizi kavramsal ve pratik nedenle oldukça zor bir iştir. Kavramsal sorunlar, devlet kontrolündeki şirketlerin genellikle tekelci konumunda olmasından ve devlet kontrolünün, özel şirketlerin aksine, kâr amacı gütmemesinin gerekmemesinden doğar. Yani bu tip şirketlerin amaç işlevi özel şirketlerden farklıdır. Bu nedenlerle kârlılık karşılaştırmalarına dayalı araştırmaların devlet kontrolündeki şirketler için vardığı olumsuz sonuçları şaşırıcı bulmamak gerekir. Örneğin sadece imalat sanayi ve madencilik alanlarında faaliyet gösteren devlet şirketlerinin performansları benzer şirketlerle kıyaslandığında, devlet şirketlerinin daha az kârlı ve daha verimsiz oldukları araştırmalar sonucu ortaya çıkmaktadır.³⁷

³⁷ Bkz. Funkhouser ve MacAvoy (1979), Boardman ve Vining (1989), Picot ve Kaufman (1989), Vining ve Vining (1992), ve Majumdar (1998). Barca ve Trento (1997) başlangıçta çok iyi performans gösteren İtalyan devlet şirketlerinin 2. Dünya savaşı sonrası politik amaçlar gütmemesi sonucu bu özelliklerini kaybettiklerini vurgular.

3.1.2 Yönetim Kurulları

ABD'de yöneticilerin atanması ve işten çıkarılması kararları, temettü politikalarının belirlenmesi, önemli şirket devralmaları ve şirket birleşmesi gibi stratejik kararlar yönetim kurulunun (YK) yetkisindedir. YK kağıt üzerinde genel kurulda sermayedarların oylarıyla seçiliyor olsa da, aday gösterme yetkisi YK'dadır. Bu durum yeni YK'nın mevcut YK tarafından belirlenmesi sonucunu doğurur. Yöneticiler YK'da yer alabilmekle beraber her YK'da yönetimden olmayan üyelerin bulunması beklenir. Son çalışmalara göre halka açık ABD şirketlerinin yüzde 90'ında YK üyelerinin çoğunluğu şirket dışından gelen ve icraata yer almayan üyelerden oluşmaktadır. YK'da yönetimden (icra görevi olan) üyelerin bulunması kurulun şirketin işleyişi hakkında daha iyi bilgi sahibi olması gibi bir fayda sağlarken, dışarıdan gelen üyeler icracı yöneticiler ile sermayedarlar arasında çıkabilecek çıkar çatışmalarında önemli bir rol oynar. Dışarıdan gelen üyelerin sermayedarların çıkarlarını savunacağı varsayılsa da bunun ancak dışarıdan gelen üyelerin icracı üyelerden bağımsız olması ile sağlanacağı açıktır. Bu nedenle (icradan) bağımsız YK üyeleri hissedar haklarının bekçisi olarak görülmektedir. Örneğin İngiltere'de 1990'da Cadbury kodunun uygulanmaya başlanmasından sonra dışarıdan gelen (bağımsız) YK üyeleri İngiliz şirketlerinin yönetiminde artan ölçüde yer almaya başlamışlardır (Charkham, 1994).³⁸

İki kuruldaki Alman modeli Anglosakson modeline bir alternatif olarak algılanabilir. Bu modelde icra kurulu (Vorstand) şirketin gündelik karar alma mekanizmalarından sorumludur. Vorstand mensuplarının yer almadığı teftiş kurulu (Aufsichtsrat) şirketin stratejik kararlarını almakla sorumludur. Bu kurul üyeleri sermayedarlar, işçi temsilcileri ve sendikalar tarafından seçilir. Çalışan sayısının 2000'i aştığı anonim şirketlerde teftiş kurulu üyelerinin yarısı sermayedarlar diğer yarısı da işçi temsilcileri tarafından seçilmektedir. Bu nedenle teftiş kurulu bir anlamda şirket dışındaki kesimlerin de çıkarlarını temsil eden bir yapıya sahiptir. Bu iki katmanlı Alman modeline benzer yapılar Avusturya ve İsviçre gibi ülkelerde de bulunmaktadır.

³⁸YK üyelerinin bağımsızlığını inceleyen son araştırmalar, bağımsızlık kavramının şirketlerce oldukça dar bir şekilde tanımlandığına işaret etmektedir. Örneğin, Santella, Paone, and Drago (2006), İtalyan şirketlerince bağımsız olarak açıklanan 284 YK üyesinden sadece 4 üyenin AB normlarına göre bağımsız olduklarını gösterirler. Higgs (2003) raporuna göre İngiltere'de bağımsız oldukları açıklanan YK üyelerinin yarısı CEO'yla bağlantılı olduğunu göstermektedir.

Japonya'da Anglosakson sistemdeki gibi tek katmanlı bir kurul düzeneği olmakla beraber, kurul üyelerinin yarıdan fazlasının yöneticilerden oluşması çıkar çatışmalarında sermayedarların haklarını koruyacak güçler dengesinin var olmadığına işaret eder.

Yönetim kurullarının şirket performansına etkisini oldukça yüksek sayıda makale incelemiştir. Bu incelemeleri sistematik şekilde özetleyen çalışmaların³⁹ vardığı sonuç, yönetim kurullarının alایشının şirket performansına herhangi bir etkisi olmadığını gösterir. Bu biraz şaşırıcı sonuç, yönetim kurullarında yer alan büyük pay sahiplerinin şirketin işleyişi hakkında yeterli bilgiye sahip olmamaları ama yine de kötü performans sergileyen şirket yöneticilerine işten el çektirme konusunda etkili olmalarıyla açıklanabilir. Bu iki unsurun net etkisi performans ve YK alایشını arasında sistematik bir ilişkinin belirlenmesini zorlaştırmaktadır.⁴⁰ Diğer yandan YK büyüklüğü ile şirket performansı arasında ters orantılı bir ilişkinin varlığı genel onay bulmuş bir olgudur.⁴¹

³⁹Hermalin ve Weisbach (2003), Dalton et al. (1998) ve Bhagat ve Black (1999, 2000).

⁴⁰Daha ziyade yönetim bilimleri alanında yapılan araştırmalardan bazıları, küçük ve orta boy aile şirketlerinin yönetim kurullarına dışarıdan katılan, bağımsız üyelerin performansı olumlu olarak etkilediklerini belirtmektedir.

⁴¹Yermack (1996) ve Hermalin ve Weisbach (2003).

3.1.3 Hukuk Sistemleri ve Diğer Kurumsal Öğeler

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

Hukuk sistemlerinin küçük yatırımcıyı koruma etkinliğinde gözlemlenen farklılıklar ülkelerin finans sistemlerinde önemli farklılıkları da beraberinde getirir. Örneğin, hukuk sisteminin küçük yatırımcıları yeterince koruyamadığı ülkelerde, halka açık şirket sayısının çok sınırlı olacağı ve bu yüzden de sermaye piyasalarının gelişmişlik düzeyinin diğer ülkelerin çok altında kalacağı öngörülmüştür. Bu durum aynı zamanda hukuk sisteminin küçük yatırımcıları yeterince koruyamadığı ülkelerde halka açıklık oranlarının diğer ülkelere oranla oldukça düşük olacağı öngörüsünü de beraberinde getirir.⁴² Tablo 3.1'de sunulan, en büyük sermayedarın ortalama pay oranlarının ülkeler ve hukuk sistemleri arasında gösterdiği farklılıklar bu ikinci öngörüğü kuvvetli bir şekilde desteklemektedir. İngiliz ve İskandinav hukuk sistemlerinde bu oran yüzde 30 seviyesinde iken, kıta Avrupa'sındaki Alman ve Fransız sistemlerinde, sırasıyla, yüzde 54 ve 43 seviyesindedir. İlk öngörüye ilişkin ampirik bulgular daha sonra ele alınacaktır.

Tablo 3.2 hukuk sistemlerine (HS) göre sıralanmış çok sayıda ülke için, bir dizi göstergeye yer vermektedir. Sütun 3 temettü ödemelerinin satışlara oranını vermektedir. Temettü ödemeleri yönetici-sermayedar ilişkisi için önemli bir gösterge olup, yüksek koruma sağlayan sistemlerde yüksek oranda temettü ödenmesi beklenir. Anglosakson kökenli ülkelerde temettü oranı Fransız kökenli ülkelerin iki katı olup, bu tahmini doğrulamaktadır.

⁴²Bu sonucun biçimsel olarak türetmek için Jensen ve Meckling'in (1976) modelini rasyonel beklentilere sahip yatırımcılarla zenginleştirmek yeterli olacaktır. Bkz. Mueller (2003: 65)

Tablo 3.2 Hukuk Sistemlerine göre Mikro ve Makro Ekonomik Performans Ölçütleri

Ülke	Şirket Sayısı	Temettü /Satışları	Marjinal q	Dış Finansman /GSYİH	Yerli Şirket/ Nüfus	IPO/ Nüfus
ABD	8591	2,60%	1,05	0,58	30,11	3,11
Avustralya	346	4,80%	0,94	0,49	63,55	--
Bermuda	215	4,60%	0,91	--	--	--
Cayman Adaları	42	--	0,58	--	--	--
Güney Afrika	118	--	1,07	1,45	16	0,05
Hindistan	246	2,20%	0,80	0,31	7,79	1,24
Hong Kong	127	11,30%	0,78	1,18	88,16	5,16
İsrail	56	0,80%	1,27	0,25	127,6	1,8
İngiltere	1331	3,50%	0,85	1,00	35,68	2,01
İrlanda	63	1,70%	1,10	0,27	20	0,75
Kanada	1478	2,70%	1,16	0,39	40,86	4,93
Kenya	--	5,30%	--	--	2,24	--
Malezya	381	3,90%	0,86	1,48	25,15	2,89
Nijerya	--	--	--	0,27	1,68	--
Pakistan	46	2,10%	0,40	0,18	5,88	--
Singapur	208	3,40%	0,97	1,18	80	5,67
Sri Lanka	--	--	--	0,11	11,94	0,11
Tayland	243	3,70%	0,64	0,56	6,7	0,56
Yeni Zelanda	66	4,00%	0,86	0,28	69	0,66
Anglosakson köken ortalaması	--	3,80%	1,02	0,60	35,45	2,23
Danimarka	101	1,40%	0,65	0,21	50,4	1,8
Finlandiya	79	1,50%	0,96	0,25	13	0,60
İsveç	156	1,90%	0,65	0,51	12,66	1,66
Norveç	103	1,80%	1,04	0,22	33	4,5
İskandinav-köken ortalaması	--	1,70%	0,78	0,30	27,26	2,14
Almanya	425	1,50%	0,57	0,13	5,14	0,08
Avusturya	82	3,10%	0,71	0,06	13,87	0,25
İsviçre	160	2,20%	0,64	0,62	33,85	--
Alman (Avrupa) ortalaması	--	2,30%	0,64	0,27	17,62	0,16

Ülke	Şirket Sayısı	Temettü /Satışları	Marjinal q	Dış Finansman /GSYİH	Yerli Şirket/ Nüfus	IPO/ Nüfus
Güney Kore	82	0,60%	0,70	0,44	15,88	0,02
Japonya	2219	0,70%	0,86	0,62	17,78	0,26
Tayvan	126	1,60%	1,26	0,88	14,22	0
Alman (Asya) ortalaması	--	1,00%	0,94	0,65	15,96	0,09
Alman-köken ortalaması	--	1,60%	0,74	0,46	16,79	0,12
Antiller	19	1,40%	1,19	--	--	--
Arjantin	24	2,70%	0,78	0,07	4,58	0,20
Belçika	79	2,60%	0,51	0,17	15,5	0,30
Brezilya	133	1,30%	0,25	0,18	3,48	0
Ekvator	--	--	--	--	13,18	0,09
Endonezya	132	2,20%	0,84	0,15	1,15	0,10
Filipinler	83	2,80%	1,00	0,10	2,90	0,27
Fransa	495	2,00%	0,57	0,23	8,05	0,17
Hollanda	174	3,40%	0,69	0,52	21,13	0,66
İtalya	150	1,40%	0,64	0,08	3,91	0,31
İspanya	117	3,50%	0,54	0,17	9,71	0,07
Kolombiya	15	2,50%	0,43	0,14	3,13	0,05
Lüksemburg	12	1,00%	0,70	--	--	--
Meksika	81	0,30%	0,50	0,22	2,28	0,03
Mısır	--	--	--	0,08	3,48	--
Panama	4	--	1,25	--	--	--
Peru	20	0,10%	0,11	0,40	9,47	0,13
Portekiz	49	1,00%	0,46	0,08	19,50	0,50
Şili	73	2,90%	1,24	0,80	19,92	0,35
Türkiye	29	2,60%	0,52	0,18	2,93	0,05
Uruguay	--	--	--	--	7	0
Ürdün	--	--	--	--	23,75	--
Venezüella	10	0,10%	0,58	0,08	4,28	0
Yunanistan	49	3,60%	0,54	0,07	21,6	0,3
Fransız-köken ortalaması	--	1,97%	0,59	0,21	10	0,19

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

Yönetici sermayedar çıkar çatışmasında önemli bir sinyal görevi gören temettü ödemeleri, kuramsal olarak kusurlu bir göstergedir. Zira temettü miktarı ancak şirketlerin yatırım fırsatları bilindiği takdirde bu çıkar çatışması hakkında yeterli bilgi içerir. Kârlı yatırım imkanları çok olan şirketler için bu oran sıfır olabilirken, kârlı yatırım olanağı bulunmayan bir şirket elindeki tüm serbest nakit akışını sermayedarlara ödemelidir. Bu basit kavramsal çerçeveye sadık kalınırsa, yatırımların getirilerinin yatırım maliyetine oranını temel alan bir gösterge çok daha faydalı olacaktır. Mueller ve Yurtoglu (2000) ve Gugler, Mueller ve Yurtoglu (2003, 2004a) böyle bir gösterge kullanmışlardır.⁴³ Bu göstergenin 1985-2000 yılları arasında ülke ortalamaları sütun 4'de sergilenmiştir. Tablo 3.2, LLSV'nin öne sürdüğü Anglosakson HS > İskandinav HS > Alman HS > Fransız HS kalıbıyla tamamen uyumludur. Hukuk sistemleri yatırımcıları korudukları oranda, iyi yatırım politikalarını da mümkün kılmaktadırlar.

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

⁴³Gugler, Mueller ve Yurtoglu'nun marjinal q oranı adını verdikleri bu gösterge, ilk olarak Mueller ve Reardon (1993) tarafından türetilmiştir.

Hukuk Sistemlerinin Etkileri

Sermaye Piyasaları: Önceki bölümlerde, hukuk sisteminin küçük yatırımcıları yeterince koruyamadığı ülkelerde, halka açık şirket sayısının çok sınırlı olacağını ve bu yüzden de sermaye piyasalarının gelişmişlik düzeyinin diğer ülkelerin çok altında kalacağını öngörüsü ele alınmıştır.⁴⁴ Tablo 3.2'nin 5. ve 6. sütunları bu öngörüye ilişkin göstergeleri sergilemektedir. Beşinci sütunda yer alan borsa şirketlerinin piyasa değerinin GSYİH'ya oranı hukuk sistemlerine göre incelendiğinde, LLSV'nin öngörüsüne çok yakın bir sıralama olduğu fark edilir. İngiliz ve İskandinav kökenli ülkelerde bu oran Alman ve Fransız kökenli ülkelere göre çok daha yüksektir. Altıncı sütunda yer alan halka açık şirket sayısının nüfusa oranı LLSV öngörüsü ile tamamen tutarlıdır. Yedinci sütundaki halka açılmaların nüfusa oranı da yine LLSV'nin tahmin ettiği şekildedir. İngiliz ve İskandinav kökenli ülkelerde bir milyon kişiye 2 olan bu oran Alman ve Fransız kökenli ülkelerin neredeyse 10 katı daha büyüktür.

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

1997–1998 yıllarında yaşanan Asya krizi, yönetim tartışmaları açısından da önemlidir. Krizi açıklamak için öne sürülen makro temelli yaklaşımların yanı sıra, mikro temelli, yönetim öğelerini dikkate alan, aynı zamanda yapısalcı olarak nitelendirilebilecek bir dizi yaklaşım da gözlemlenmiştir. Johnson, Boone, Breach ve Friedman (2000) kriz esnasında değişik ülkelerdeki döviz kurunun değer kaybını ve borsa endekslerindeki düşüşü, yönetim kurumlarının zayıflığıyla açıklamışlardır. Yazarlar yönetim göstergelerinin hem krizin nedenlerini, hem de krizin derinliğini açıklama yolunda önemli bir unsur olduğunu göstermişlerdir.

⁴⁴ Hukuk sistemlerinin sermaye piyasasının büyüklüğüne etkisiyle ilgili benzer bir sonuç, Modigliani ve Perotti (1997) tarafından tasarlanmış ve test edilmiştir.

3.1.4 Politik Sistemler

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

3.1.5 Paydaş (Stakeholder) Teorisi ve Çalışanların Rolü

Her ne kadar bu konudaki teorik temeller henüz oluşmakta ise de şirket teorisine paydaşlar perspektifinden bakan yaklaşımın bu konudaki bulgularına ve önermelerine de değinmek gerekir. Paydaş teorisi şirketin amaç işlevini tüm paydaşlar için değer yaratma üzerine oturtur ve şirket performansının değerlendirilmesinde hisse değerinin optimize edilmesinden söz eder. Şirket teorisini kaynak bazına oturtan yönetim teorilerine yakın olan bu yaklaşım Anglosakson örneğinde olduğundan farklı bir kurumsal çerçeve gerektirir.⁴⁵ Uygulamada ise örneğin Buchholz (1992) yönetim süreçlerine sermayedarların daha aktif katılmasının (sahiplik ve yönetim yetkisinin ayrı ellerde toplandığı sistemlerde) ve diğer menfaat sahiplerinin de bu süreçte yer almasının yönetimin suiistimalini engelleyeceğini belirtmiştir. Donaldson ve Preston (1995) daha geniş bir paydaş grubunun menfaatlerinin gözetilmesinin ve yönetime katılmasının enformasyon bakıksızlığını azaltacağını, yaptırım mekanizmalarının etkinliğini artıracığını iddia etmiştir. Ayrıca sahiplik haklarına çoğulcu yaklaşımın şirkete ve yöneticilere moral üstünlük sağlayarak şirket performansını tüm paydaşlar açısından artıracığını ve performansın bu perspektiften ele alınması gerektiğini söylemiştir. Aynı çerçeveden olmak üzere Schwab ve Thomas (1998) işçi sendikalarının ve diğer çalışan örgütlerinin ve emeklilik fonlarının yönetimin hesap vermesini sağlamada etkin bir rol oynayabileceklerini belirtir. Schab ve Thomas'a göre çalışan ve sermayedar menfaatlerinin uyumlulaştırılmasının uzun dönemli şirket performansı üzerinde olumlu bir etki yaratması kaçınılmazdır.

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

Bu teorik çerçevedeki ampirik bulgular karışıktır. Kurumsal yapıları bir bütün olarak dikkate alan sistematik araştırmalar yerine şirket bazında uygulamaların performans ile ilişkisine odaklanan bu yazın henüz gelişme aşamasındadır. Ancak çoğu ticaret kanunlarının ardında paydaş yaklaşımı ruhu yatar. Örneğin Türk Ticaret Kanunu hissedar menfaatleri yerine şirket menfaatlerini öne çıkartarak YK'nın tüm paydaşlar için değer yaratmayı gözetmesi gerekliliğinin altını dolaylı olarak çizer. ABD federal yasaları dahi bu konuda kıta Avrupası yasalarıyla benzerdir.⁴⁶

⁴⁵Almanya bu yaklaşımın baskın olduğu bir resim çizmektedir.

⁴⁶Bu alanda İngiltere'de görülmüş olan Salomon v. Salomon (1897) davası, şirketlerin sahiplerinin veya yöneticilerinin dışında bir kişiliği olduğuna dair çok önemli bir örnek teşkil eder.

Paydaşlar içinde çalışanların önemli bir rolü vardır, ancak paydaşların yönetime katılmasının etkileri konusundaki görüşler çelişmektedir. Çalışanların yönetime katılmalarının, ücretleri artırıcı ve işgücü esnekliğini azaltıcı etkisi dolayısıyla, ülkelerin rekabet gücünü olumsuz etkilediği ve piyasalardaki gelişmeler ve teknolojik gelişmelerle uyumlu olmadığı düşüncesi yaygın olmakla beraber, çalışanların yönetişimde kurumsal bir rol oynamalarının ekonomik fayda yaratma potansiyeli olduğu düşüncesi liberal yaklaşımlarca dahi henüz tamamen reddedilmemiştir. Çalışanların rolü ekonomik yazında daha çok firmaya özgü insan kaynakları yatırımları çerçevesinde yer almaktadır. Bu yazın genel olarak hisse değerinin ençoklanması amacını sorgular (Rajan ve Zingales, 1998). Oysaki yönetişim açısından önemli olan sadece çalışanların yönetime katılımının ekonomik etkinlik üzerindeki etkisi değil, toplum içinde gücün dağılımı ile ilişkisidir. ABD yasalarında gücün yoğunlaşmasının sermayenin dağıtılması yoluyla sağlandığından söz etmiştik. Sermayenin (mülkiyetin) yoğun olduğu ve bunun yasalarla engellenmediği sistemlerde çalışanların kurumsal temsil yoluyla yönetime katılması genel olarak ülkede gücün yoğunlaşmasını engelleyebilir ve çatışmaları engelleyici bir rol oynayarak dolaylı yoldan ekonomik performansa katkıda bulunur. Ayrıca kurumsal temsil şirket kontrolünün mutlaklaşmasını engeller.

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

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

3.2 Türkiye

Türk şirketlerinin rekabet gücünü etkileyen en önemli faktör rekabetçi bir piyasanın oluşması konusundaki gelişmelerdir. Gerek devletin ekonomiden giderek elini çekmesi, gerekse Türkiye piyasalarının uluslararası rekabete açılması bu konuda önemli bir ivme yaratmıştır.

Türkiye’de geçmişi çok eski olmasa da saygın ve iyi işleyen bir Rekabet Kurumu ve uluslararası standartlarda bir rekabet yasası vardır. Bu makalenin konusu olmadığı için rekabet ortamı konusuna değinmeyip sadece bu konudaki olumlu gelişmelerin rekabetçiliği teşvik ettiğine değinmekle yetineceğiz ve konumuz olan yönetim ve rekabet ilişkisi konusunda Türkiye’nin durumunu özetleyeceğiz.⁴⁷

3.2.1 Türkiye’de Sahiplik Yapıları ve Etkileri

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

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

Diğer yandan yatırımcıların yalnızca likiditesi yüksek şirketlere odaklanması küçük ve orta boy şirketlerin sermaye piyasaları yoluyla finansman sağlamasını engellemektedir. Yukarıda açıklandığı üzere Türk şirketleri ihtiyaç duydukları finansmanı yerli ve yabancı bankalardan borçlanma yoluyla veya yabancı borsalarda ADR ve GDR ihracı ile sağlamaktadır. Tahvil piyasaları da yeni yeni gelişmektedir.

⁴⁷Türkiye’de Yönetişim konusunda genel bilgi için bkz. Ararat ve Uğur (2003) ve Ararat ve Uğur (2006), Uğur ve Ararat (2006) ve IIF (2005)

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

3.2.2 Yönetim Kurulları ve Etkileri

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

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

3.2.3 Çalışanların Rolü ve Etkileri

Türkiye'de çalışanların hakları ve etkileri oldukça sınırlıdır. Her ne kadar SPK'nın Kurumsal Yönetim Rehberi halka açık şirketlere çalışanların yönetime katılmasını sağlayacak mekanizmaları oluşturmasını önerse de Kurumsal Yönetim Uyum Raporlarının incelenmesi bu konuda hiç bir göstergeye işaret etmemiştir. Şirketlerin kural ve yasalara uymasını sağlamakta önemli bir rol oynayarak rekabette eşitliği teşvik etme potansiyeli taşıyan iç denetim fonksiyonu ise Türk şirketlerinde (bankalarda yoğunlaşmak üzere) yeni yeni görülmeye başlamıştır. Denetim komiteleri de halka açık şirketler için her ne kadar zorunlu ise de çoğu şirkette henüz oluşmadığı, oluşarlarda ise işlev görmediği anlaşılmaktadır.⁴⁸

Çalışanların rekabet gücünü artırmada rol oynayabilmesi için çalışanların sürekli eğitimini ve yükselmede fırsat eşitliği öngören, şirketle uzun dönemli, kalıcı bir ilişkiyi teşvik eden politikalar gerektirir. Oysaki Türkiye'de üst yöneticiler için dahi iş güvencesinden söz etmek oldukça zordur. Yüksek orandaki işsizlik çalışanları edilgenleştirmiş ve işini kaybetme korkusu öne çıkarak çalışanların çalıştıkları şirketlere yabancılaşmasını artırmıştır. Gerek sendikaların gerekse diğer çalışan örgütlerinin toplumsal konumu zayıftır. Genel olarak sivil örgütlenme yasalardaki iyileştirmelere rağmen henüz 1980 askeri darbe sonrası toplumsal konumundan fazla ileri gitmemiştir. Avrupa Birliği ile entegrasyon süreci bu konuda önemli bir ivme kaynağı olmaktadır.

Çalışanların rekabet gücünü artırıcı bir rol oynamasının önündeki yönetim bağlamındaki en önemli engel enformel mekanizmalarla şirket yöneten, profesyonelleşmeye kuşkuyla bakan, kontrolü elden çıkartmaktan imtina eden zihniyettir. Bu zihniyet yine rekabet ortamının gelişmesi ile değişecektir (Uğur ve Ararat 2006).

⁴⁸Bu konuda en fazla gelişme bankacılık sektöründe sağlanmıştır. Hem bankacılık yasa ve düzenlemelerindeki gelişmeler, hem de Bankacılık Düzenleme ve Denetleme Kurulu'nun oluşması bankaların yönetiminde radikal bir iyileştirmeye yol açmıştır. Bankacılık sektöründe rekabet giderek güçlenmekte, uluslararası bankalar Türk bankalarına ortak olmakta, yeni çerçevede rekabet edemeyecek bankalar sistemden elenmektedir.

3.3 Yakınsama

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

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

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

3.3.1 Yönetişim Yapılarında Yeni Gelişmeler

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

Kıta Avrupası ülkelerinde geçtiğimiz yıllarda bir dizi yönetim ilkeleri yayınlanmıştır. Bu ilkeler Fransız ve Alman hukuk sistemine sahip ülkeleri Anglosakson sisteme yaklaştırmıştır. Bu değişikliklerin bir kısmı şirket hukukuna yansımış olsa da genel olarak yasalaşmamış yönetim ilkelerinin daha ön planda olduğu söylenebilir. Küçük yatırımcıları koruyan bazı önemli uygulamalar sadece tavsiye niteliği taşısa da (örneğin, yönetici maaşlarının açıklanması gibi), değişimin yönü açıkça Anglosakson sisteme doğrudur. İçeriden öğrenenlerin ticaretine getirilen kısıtlamalar ve önlemler, uluslararası muhasebe standartlarına uyum gibi uygulamalar küçük yatırımcıları koruyucu niteliktedir. Bir benzer gelişme ise kıta Avrupası şirketlerinin Londra ve New York borsalarında işlem görme çabaları ve bu yolla kendilerini Anglosakson sisteme tabi kılmaları olmuştur.

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

3.3.2 Yönetişim Yapılarının Tamamen Yakınsaması Beklenebilir mi?

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Tablo 3.3, 9 AB ülkesi, İngiltere ve ABD şirketlerinin çapraz listeleme verilerini özetlemektedir. Bu tabloya göre AB ülkeleri içinde çapraz listeleme artan bir eğilim göstermemekte, 1986'dan 1991'e doğru artıp, 1997'de 1991'e göre düşmektedir. Daha güçlü de olsa benzer bir eğilim AB ülkelerinden Londra'da listelenen şirket sayısı için de söylenebilir. Ancak, AB ülkelerinden ABD borsalarında listelenen şirket sayısında güçlü bir artış olduğu gözlemlenmektedir. ABD borsalarında çapraz listelenen AB şirketlerinin sayısı 1986'da 320'den 1991'de 429'a ve 1997'de 516'ya çıkmıştır. Buna mukabil ABD şirketleri AB üyesi ülke borsalarında çapraz listeleme eğilimini oldukça azaltmışlar, 1986'da 465 olan bu sayı, azalarak 1997'de 316'ya inmiştir.

Tablo 3.3 AB ve ABD'de çapraz listeleme

Yıllar	1986	1991	1997
AB- AB borsaları	267	339	309
AB-Londra borsası	41	47	47
AB- ABD borsaları	320	429	516
ABD- Avrupa borsaları	465	418	316

Benzer bir eğilim, Claessens, Klingebiel ve Schmukler (2003) tarafından kalkınmakta olan ülkeleri de kapsayacak şekilde tespit edilmiştir. Bu çalışma, kalkınmakta olan ülkelerde hızlı büyüme oranı, büyüklük, performans gibi şirket özellikleri yanında, daha etkin yönetim yapılarına sahip olma isteğinin çapraz listelemeyi önemli ölçüde belirleyen bir etken olduğunu ortaya koyar.⁴⁹

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

Bu bağlamda etkin ve zayıf yönetim yapılarına sahip ülkeler arasında var olan bir bakışimsızlığa dikkat çekmeliyiz. Güçlü yönetim yapısına sahip (örneğin ABD) bir ülkede, kendisini etkin düzenlemelere tabi kılmak istemeyen bir şirket, halka açılmayabilir.⁵⁰ Zayıf yönetim yapısına sahip bir ülkede yüksek oranda sermaye gereksinimi olan bir şirket ise, bu ihtiyacını ancak etkin yönetim sistemine sahip ülke borsalarına açılarak giderebilir. Bu sebeple, başka bir ülkeye faaliyet aktarmanın çapraz listelemeyi takip etmesi, bu olası hareketin, zayıf yönetim yapılarına sahip ülkelere etkin yönetim yapılarına sahip ülkelere doğru olmasını da gerektirmektedir.

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

Buna mukabil aile şirketleri ya halka açılmayacaklar ya da kendi ülkelerinin borsalarında hakimiyeti kaybetmeyecek kadar küçük hisse satışı yapmış olacaklar. Bu şirketlerde hakimiyet ailelerin elinde kalıp, yatırımcı havuzu muhtemelen sadece şirketi yakından tanıyan ulusal yatırımcılardan oluşacak. Bir çokuluslu şirket tarafından satın alınarak bu kimliklerini değiştirme imkanları da bulunacak.

⁴⁹ Bkz. Claessens et al (2003) Tablo 1. Aynı çalışma çapraz listeleyen şirketlerin listelemeden sonra satışlarında artış, daha yüksek değerlendirme oranları ve daha az borçluluğa sahip olduklarını da belgelemektedir.

⁵⁰ Sarbanes-Oxley yasasına tabi olmak istemeyen bir çok ABD şirketinin borsadan çekildiği bilinen bir olgudur. Bkz. The Economist, 2003b)

İkinci bir senaryo ise, yönetim yapılarının yakınsaması varsayımına dayanmaktadır. Buna göre yine yukarıda bahsi geçen iki tip şirketin varlıklarını sürdüreceği ancak faaliyet merkezlerinin dağılımında bir değişiklik olacağı varsayılabilir. ABD, Avrupa ve Japonya'nın etkin yönetim sistemlerine sahip olacağı varsayımıyla, sermaye gereksinimi olan şirketlerin bunu kendi borsalarında karşılamaları çapraz listeleme olmadan da mümkün olacak. Yönetim sistemleri, sermaye piyasaları ve şirketler birbirlerine önemli benzerlikler taşıyacak.

3.4 Sonuç

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

Oysa bu makalede özetlenen ampirik bulgular Anglosakson sistemin küçük yatırımcıları koruma özelliği nedeniyle gerek mikro- gerekse makro-ekonomik alanlarda daha üstün bir performansa neden olduğunu göstermektedir. Bu olgu, ülkelerin yönetim sistemlerinde yapacakları reformlarla daha iyi bir ekonomik performansa sahip olabileceklerine de işaret eder. Geçtiğimiz yıllarda birçok ülkede atılan reform adımlarının Anglosakson sistemini örnek aldığını gözlemlemekteyiz.⁵¹ Gerek Kıta Avrupası gerekse diğer ülkelerde yürürlüğe giren kanunlar, gerekse kanun niteliği taşımamakla beraber önemli yaptırımları bulunan yönetim ilkelerinin önem kazanması bu gelişmelerin önemli bir işaretidir. Bu reformlar farklı hukuk sistemlerine sahip ülkelerin yönetim altyapılarını Anglosakson sisteme yakınlaştırmakta, saydamlığı artırıcı önlemleri ön planda tutmaktadırlar.

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

Türkiye açısından baktığımızda iki paralel süreç gözlemlemekteyiz. Avrupa ile entegrasyon süreci Türkiye'deki kurumsal yapının Avrupa'da benzeşmesi öngörülen kurumsal modellere benzer bir yapılanmaya yönelmesini sağlamaktadır. Diğer yandan Türkiye gelişmiş Avrupa ülkeleri ile kıyaslandığında aradaki gelir farkını kapatmak için daha hızlı büyümek ve bu büyümenin gerektirdiği Anglosakson kökenli finansmanı Türkiye'ye çekmek zorunda olması nedeniyle Anglosakson modellerle de tanışmaktadır. Avrupa ile entegrasyon sürecinin Türkiye'nin rekabet gücü konusundaki özgül bir etkisi de ucuz işgücünün rekabet avantajı sağlamaktan çıkması olacaktır.

⁵¹Bu gelişmeler hakkında bilgi ve küreselleşmeyle ilişkisi Gugler, Mueller ve Yurtoglu (2004b) tarafından ele alınmıştır.

Türkiye'nin kurumlarının Avrupa ile uyumlulaşması süreci Türkiye'deki işgücü maliyetlerini diğer gelişmekte olan ülkelere (Hindistan, Çin, Brezilya vb) oranla yükseltecektir. Emek yoğun sektörlerde Türkiye rekabet avantajını pazara yakınlıkla sağlamaya çalışsa da sermaye çekme yeteneğini artırmadığı sürece rekabet gücünü kaybedecektir. Gerek yerel sermayenin Türkiye dışına çıkmasını engellemek, gerekse fonlar aracılığı ile gelecek yabancı sermayeyi teşvik etmek için Türkiye sermaye piyasalarını geliştirmek zorundadır.

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