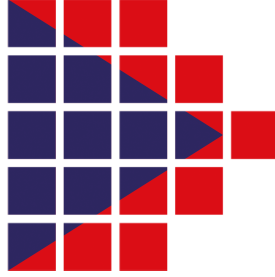


Türkiye
Kurumsal
Yönetim
Derneği



Kurumsal Yatırımcılar ve Kılavuzluk

Kenta Fukami
Daniel Blume
Carl Magnus Magnusson

<https://dx.doi.org/10.1787/1ce75d38-en>

OECD Kurumsal Yönetim Çalışma Belgeleri No. 25

Türkçeye çevrilmiş bir OECD yayını

KURUMSAL YÖNETİM ÇALIŞMA BELGESİ SERİSİ

OECD Çalışma Belgeleri, OECD'nin veya üye ülkelerin resmi görüşlerini temsil ettiği şekilde aktarılmalıdır. İfade edilen görüşler ve kullanılan argümanlar yazarlara aittir. Çalışma Belgeleri, yazar(lar)ın ortaya koyduğu ön sonuçları veya devam eden araştırmalarını açıklar ve OECD'nin üzerinde çalıştığı geniş bir konu yelpazesinde tartışmayı teşvik etmek için yayımlanır. Çalışma Belgeleri hakkındaki yorumlar CorporateGovernance&CorporateFinance@oecd.org adresine veya Kurumsal Yönetim ve Kurumsal Finans Bölümü, Mali ve Kurumsal İşler Müdürlüğü, OECD, 2 rue André-Pascal, 75775 Paris Cedex 16, Fransa adresine gönderilebilir.

OECD Kurumsal Yönetim Çalışma Belgeleri, sermaye piyasasındaki gelişmeler, devlet mülkiyeti ve özelleştirme politikaları da dahil olmak üzere ulusal ve uluslararası kurumsal yönetim konularında güncel analiz ve bilgiler sunmaktadır. Çalışma belgesi serisi, OECD Kurumsal Yönetim Komitesi'nin, OECD personelinin ve harici danışmanların gerçekleştirdiği özenle seçilmiş çalışmaları geniş bir kitleye ulaştırmak üzere hazırlanmaktadır.

OECD KURUMSAL YÖNETİM ÇALIŞMA BELGELERİ
<https://doi.org/10.1787/22230939> adresinde yayımlanmaktadır.

Bu belge ve burada yer alan herhangi bir harita, herhangi bir bölgenin statüsüne veya egemenliğine, uluslararası hudut ve sınırların belirlenmesine ve bir bölgenin, şehrin veya alanın adına hanel getirmez.

İsrail'e ilişkin istatistik veriler ilgili İsrail makamları tarafından ve kendilerinin sorumluluğunda sağlanmaktadır. Bu verilerin OECD tarafından kullanılması, Golan Tepeleri, Doğu Kudüs ve Batı Şeria'daki İsrail yerleşim birimlerinin uluslararası hukuk kapsamındaki statüsüne hanel getirmez.

İlk olarak OECD tarafından İngilizce olarak şu başlık altında yayınlanmıştır: *Institutional Investors and Stewardship*, Kurumsal Yönetim © OECD 2022, <https://dx.doi.org/10.1787/1ce75d38-en>

Bu çeviri OECD tarafından yapılmamıştır ve resmi bir OECD çevirisi olarak değerlendirilmemelidir. Çevirinin kalitesi ve çalışmanın orijinal dilindeki metniyle tutarlılığı tamamen yazarın veya çeviriyi gerçekleştirenlerin sorumluluğundadır. Orijinal çalışma ile çeviri arasında herhangi bir tutarsızlık olması durumunda, sadece orijinal çalışmanın metni geçerli kabul edilecektir.

© 2023 Bu çeviri için Türkiye Kurumsal Yönetim Derneği (TKYD).

Kurumsal Yatırımcılar ve Kılavuzluk

Yazar

Kenta Fukami, Daniel Blume, Carl Magnus Magnusson*

Kurumsal yatırımcıların yönetilen varlıklarının sürekli büyümesi ve pasif yatırım stratejilerinin kullanımındaki artış, mevcut çerçevelerin yatırımcı katılımı ve açıklamalarıyla ilgili konuları yeterince ele alıp almadığı sorusunu gündeme getirmektedir. Kurumsal yatırımcılara ve piyasa araçlarına ilişkin düzenlemeler, çıkar çatışmalarını ele alıp şeffaflıklarını geliştirecek şekilde bir artış göstermiştir. Buna paralel olarak, kılavuzluk kodlarını benimseyip imzalayanların sayısı da artmaktadır. Bunların daha yaygın hale gelmesi ve bir ölçüde yakınsaması, kabul gören iyi uygulamalara ilişkin içgörüler sunmaktadır. Bu çalışma kurumsal yatırımcıların çevresel, sosyal ve yönetimsel (ÇSY) konulara katılımındaki belirgin artışı, ÇSY derecelendirmelerinden ve veri hizmetlerinden daha çok yararlanmalarını ve düzenleyici çerçeve veya rehberliğin bu yeni gelişmeleri dikkate alacak şekilde evrilmesi gerekip gerekmediğini de araştırmaktadır.

Yayımlanmasına, OECD Mali ve Kurumsal İşler Direktörlüğü Yöneticisi Carmine Di Noia tarafından onay verilmiştir.

Anahtar Kelimeler: kurumsal yatırımcılar, pay sahibi katılımı, kurumsal yönetim, kurumsal açıklama, pay senedi piyasaları.

JEL Sınıflandırma(lar)ı: G23, G30, G32, G34, G38, K22, M14, M20.

* Bu çalışma Serdar Çelik'in gözetiminde, Mali ve Kurumsal İşler Müdürlüğü Kurumsal Yönetim ve Finans Bölümü'nden Kenta Fukami, Daniel Blume ve Carl Magnus Magnusson tarafından hazırlanmıştır. Rapor, OECD Kurumsal Yönetim Komitesi bünyesindeki tartışmalardan yararlanmakta ve delegelerin yorumlarına yer vermektedir.

İçindekiler tablosu

Giriş	5
1 Halka açık pay senedi piyasalarında kurumsal ortaklık	6
2 Önemli konular	9
2.1. G20/OECD İlkelerinde kurumsal yatırımcılar	9
2.2. Kurumsal yatırımcı ortaklığındaki artışın kurumsal yönetim üzerindeki etkileri	10
2.3. Vekaleten oy kullanma ve danışmanlık hizmetleri	15
2.4. ÇSY değerlendirmeleri ve ÇSY derecelendirmeleri	16
Kaynakça	19

ŞEKİLLER

Şekil 1.1. Kurumsal yatırımcıların küresel halka açık pay senetlerindeki sahiplikleri	6
Şekil 1.2. Yatırımcı kategorisine ve bölgeye göre borsada işlem gören pay senedi sahiplikleri	7
Şekil 1.3. OECD ülkelerindeki kurumsal yatırımcılar tarafından yönetilen varlıklar	7
Şekil 1.4. MSCI Dünya Endeksi'nde (bulunmayan) şirketlerde ortalama kurumsal ortaklık	8
Şekil 2.1. Oylama politikalarının ve fiili oylama kayıtlarının kurumsal yatırımcılar tarafından açıklanması	11
Şekil 2.2. Kılavuzluk ve kurumsal yatırımcıların güvene dayalı sorumlulukları	12
Şekil 2.3. Oy kullanma danışmanları için gereklilikler ve öneriler	16

TABLolar

Tablo 2.1. Seçilmiş ülkelerde kılavuzluk kodları	13
--	----

Giriş

Bu çalışma, kurumsal yatırımcıların borsada işlem gören şirketlerdeki ortaklık artışına ilişkin başlıca eğilimler ve meselelerle bunların pay sahibi kılavuzluğu ve katılımı üzerindeki etkilerini incelemektedir. OECD Kurumsal Yönetim Komitesi'nin kurumsal yönetim alanında uluslararası bir standart olan G20/OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri'ne (G20/OECD İlkeleri) yönelik devam eden gözden geçirme çalışmalarını desteklemektedir. Çalışma, daha spesifik olarak kurumsal yatırımcılara ve bunların kurumsal yönetime katılımında farklılaşan uygulamalarına, kılavuzluk kodlarının ve çevresel, sosyal ve yönetsel (ÇSY) derecelendirmelerin son zamanlarda özellikle de bir yönetim aracı olarak kullanımındaki artışa odaklanmaktadır. Ayrıca, bağlayıcı hukuk yaklaşımları ve oy kullanma danışmanlığı hizmetlerinin düzenlenmesi gibi diğer konuları da ele almaktadır.

Kurumsal yatırımcıların yönetilen varlıklarındaki sürekli artışla, bu yatırımcıların paylarının başta Amerika Birleşik Devletleri ve birçok Avrupa ülkesi gibi bazı ülke hukuk sistemlerinde, özellikle halka açık büyük şirketlerde sürekli yoğunlaştığı görülmektedir. Bu eğilim, pasif yatırım stratejilerinin daha çok kullanılmasıyla birlikte, mevcut çerçeve ve teşviklerin, daha aktif pay sahiplerinden oluşan kritik bir kitleyi beklenen ortaklık rollerini oynamaya teşvik etmede yeterli olup olmadığı sorusunu gündeme getirmektedir. Hem kurumsal yatırımcılara hem de piyasa aracılara ilişkin düzenlemelerde çıkar çatışmalarını ele alıp şeffaflığı artırmaya yönelik bir artış olsa da, ülke hukuk sistemleri arasında önemli farklılıklar görülmeye devam etmektedir. Buna paralel olarak, kılavuzluk kodlarının benimsenmesinde ve bu kodları imzalayanların sayısında bir artış olmuştur. Bunların yaygınlaşması ve bir dereceye kadar belirli iyi uygulamalar etrafında yakınsaması, G20/OECD İlkelerinin gözden geçirilmesinde değerlendirilen kabul görmüş iyi uygulamalar hakkında içgörüler sağlayabilir. Dikkate alınması gereken son önemli eğilim, bazı kurumsal yatırımcıların ÇSY konularına katılımının artması ve ÇSY derecelendirmelerine ve veri hizmetlerinden daha çok istifade etmeleridir; bu da yasal ve düzenleyici çerçevelerin veya rehberliğin bu yeni gelişmeleri dikkate alacak şekilde evrilmesi gerekip gerekmediği sorularını gündeme getirmektedir.

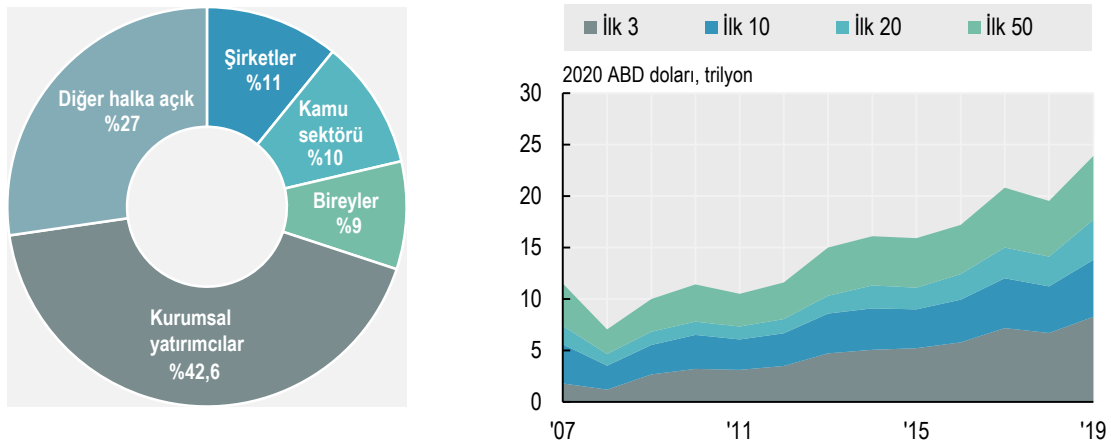
1 Halka açık pay senedi piyasalarında kurumsal ortaklık

Son yıllarda, gelişmiş piyasaların çoğunda, münferit hane halkının doğrudan ortaklığının yerini alan çeşitli kurumsal ortaklık biçimlerinin önem kazandığı görülmektedir. Bu değişimin en belirgin olduğu ülke, hane halklarının doğrudan ortaklığının 2018'de %13,5'e düştüğü Birleşik Krallık'tır; sigorta şirketleri ve emeklilik fonları başta olmak üzere farklı kategorilerdeki kurumsal yatırımcılar, hakim pay sahibi haline gelmiştir. Japonya'da hane halklarının doğrudan sahip olduğu öz kaynaklarda da belirgin bir düşüş görülmüştür. 1980'de yaklaşık %30 olan bu oran 2021'de %18'e düşmüştür. Aynı durum, 1980'lere kadar kamu sermayesinde nispeten önemli bir paya sahip hane halklarının, halka açık hisselerin ağırlıklı sahipleri olarak yerlerini giderek kurumsal yatırımcılara bıraktığı Amerika Birleşik Devletleri için de geçerlidir.

Sonuç olarak, kurumsal yatırımcılar artık küresel pay senetlerinin önemli bir bölümünü temsil etmektedir. Bu yatırımcılar 2020 sonunda, borsaya kayıtlı şirketlerin küresel piyasa değerinin %43'üne, yani yaklaşık 44 trilyon ABD dolarına sahip hale gelmiştir (De La Cruz, Medina ve Tang, 2021^[1]). Bu da onları en büyük yatırımcı kategorisi haline getirmektedirken halka açık pay senedi sahiplikleri hem şirketlerin hem de kamu sektörününkinden dört kat daha fazladır (Şekil 1.1, Panel A). 2007'den 2019'a kadar, en büyük 50 kurumsal yatırımcının borsada işlem gören şirketlerdeki pay senedi sahiplikleri reel olarak 12 trilyon ABD dolarından 24 trilyon ABD dolarına yükselmiştir (Şekil 1.2, Panel B). En büyük üç kurumsal yatırımcı 2019'da küresel piyasa değerinin %9,3'üne, en büyük on kurumsal yatırımcı ise %15,5'ine sahip hale gelmiştir.

Şekil 1.1. Kurumsal yatırımcıların küresel halka açık pay senetlerindeki sahiplikleri

A. Yatırımcı kategorisine göre pay sahiplikleri B. En büyük 50 kurumsal yatırımcının pay sahiplikleri



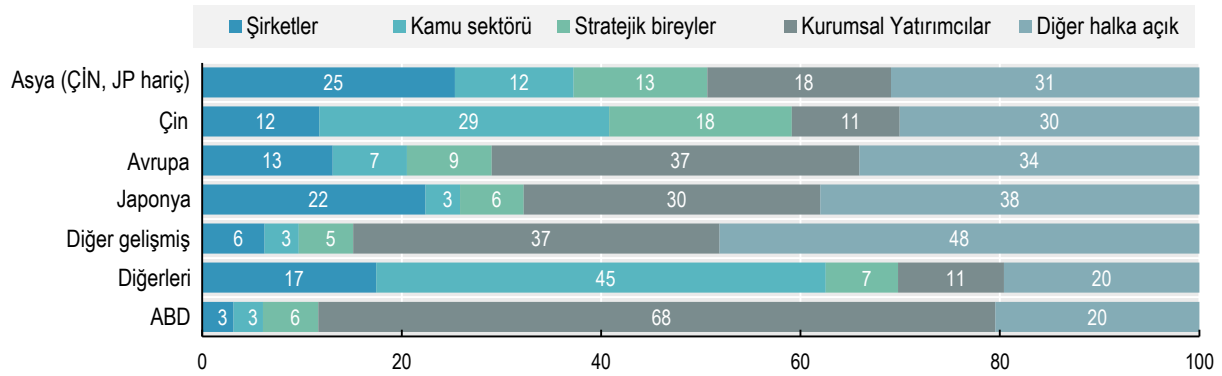
Not: "Diğer halka açık" kategorisi, esas olarak kurumsal yatırımcıların açıklama eşiklerinin altındaki doğrudan perakende yatırımlarını ve pay sahipliklerini içermektedir. Rakamlar, 92 piyasada işlem gören 25,766 şirketin ortaklık kayıtlarına dayanmaktadır.

Kaynak: OECD Sermaye Piyasası Serisi veri seti, FactSet, Bloomberg, OECD-ORBIS Kurumsal Finansman veri seti, Thomson Reuters Datastream.

Toplam rakamlar önemli bölgesel farklılıkları maskeleymektedir. Kurumsal yatırımcılar birçok bölgede halka açık öz sermayenin önemli bir bölümünü ellerinde tutarken, özellikle Amerika Birleşik Devletleri'nde ön plana çıkmaktadır.

Burada piyasa değerinin %68'ini ellerinde tutmaktadırlar. Ayrıca Avrupa (%37) ve Japonya'da (%30) da önemli yatırımcılardır.

Şekil 1.2. Yatırımcı kategorisine ve bölgeye göre borsada işlem gören pay senedi payları, 2020 sonu



Not: 92 piyasada işlem gören 25,766 şirketin ortaklık kayıtları na dayalı olarak.

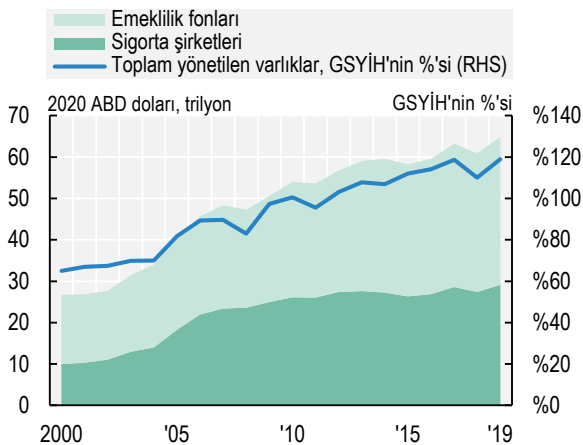
Kaynak: OECD Sermaye Piyasası Serisi veri seti, FactSet, Thomson Reuters, Bloomberg.

Kurumsal yatırımcıların şirket sahipleri olarak öneminin artmasındaki temel bir etken, 2000 yılından bu yana yönetilen toplam varlıklarındaki kayda değer büyüme olmuştur. Reel olarak, OECD ülkelerindeki sigorta şirketleri ve emeklilik fonları tarafından yönetilen toplam varlıklar 2000 yılında yaklaşık 27 trilyon ABD doları iken 2019 yılında 65 trilyon ABD dolarına yükselmiştir. Bu da GSYİH'nin %65'inden %119'una bir artış anlamına gelmektedir (Şekil 1.3, Panel A). Bu duruma büyük ölçüde, kullanıma göre ödeme yapılan emeklilik sistemlerinden finansman sağlanan emeklilik planlarına geçiş ve emeklilik fonlarının özelleştirilmesi yol açmıştır.

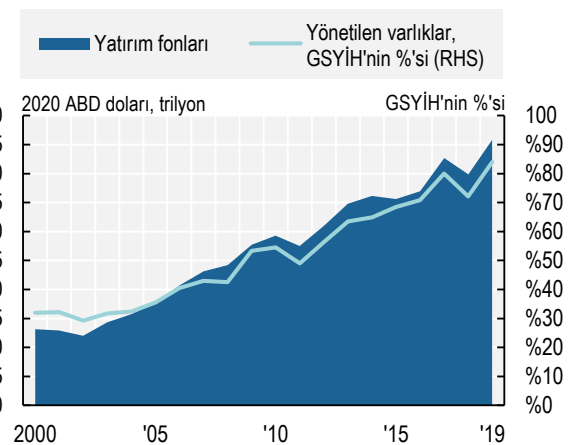
Yine yatırım fonları (hem emeklilik fonları hem de sigorta şirketleri tarafından yatırım yapılmaktadır) aynı dönemde 13 trilyon ABD dolarından 46 trilyon ABD dolarına yükselmiştir; bu da GSYİH'nin %32'sinden %84'üne bir artışı temsil etmektedir (Şekil 1.3, Panel B). Geleneksel kurumsal yatırımcılar arasındaki çapraz yatırımların seviyesi de artmaktadır. Özellikle yatırım fonu birimleri, emeklilik fonlarının yaptığı toplam öz sermaye yatırımlarının payı bakımından 2000 yılında %32 iken 2019 yılında %49'a yükselmiştir. Sigorta şirketlerinde karşılık gelen oranlar ise %49 ve %62'dir.

Şekil 1.3. OECD ülkelerindeki kurumsal yatırımcılar tarafından yönetilen varlıklar

A. Emeklilik fonları ve sigorta şirketleri



B. Yatırım fonları

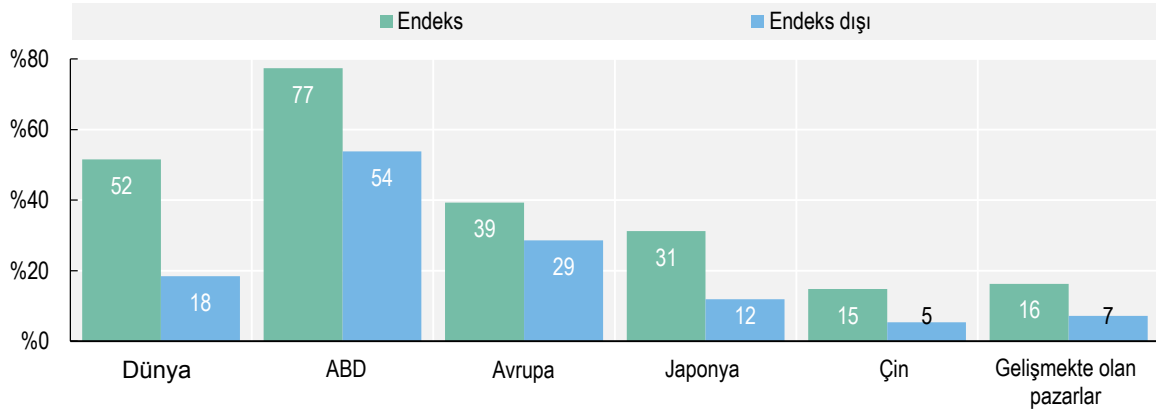


Kaynak: OECD Kurumsal Yatırımcılar Veri Tabanı.

Halka açık pay senedi piyasalarında kurumsal ortaklıktaki güçlü büyümeye katkıda bulunan bir diğer gelişme de, yatırım stratejisi olarak büyük ölçekli ve yüksek çeşitlilik gösteren yatırım araçlarının (kapsamlı endeks fonları gibi) kullanımındaki artıştır. Bu yatırım araçları, perakende yatırımcıların daha geniş bir piyasaya erişmelerini ve firma riskleri karşısında düşük ücretlerle çeşitlendirmeye gitmelerini sağlamıştır. Bu durum, dolaylı ortaklıkta önemli bir artışa yol açarak daha uzun ve karmaşık yatırım zincirlerinin ortaya çıkmasına neden olmuştur. Bir menkul kıymetin nihai pay sahibi ile kayıtlı hamili arasındaki bağlantı genellikle birden fazla aracından geçer (örneğin, bir bireyin emekli maaşı bir emeklilik fonunda tutulabilir; bu fon bir yatırım fonuna yatırım yapar; ilgili fon da nihayetinde şirketlerdeki gerçek payları elinde tutan başka fonlara yatırım yapabilir).

Endeks yatırım stratejilerinin popülerliği, kurumsal yatırımcıların varlıklarının tahsisi ve borsada işlem gören şirketlerin ortaklık yapısı üzerinde büyük etki yaratmaktadır. Endeks yatırım stratejileri, fonların büyük bir endekste yer alan sınırlı bir grup şirkete tahsis edilmesine yoğunlaşmaktadır. Aşağıdaki Şekil 1.4, MSCI Dünya Endeksi'ne dahil olan ve olmayan şirketler arasındaki kurumsal yatırımcı ortaklığı farkını göstermektedir. Küresel düzeyde, aradaki fark oldukça çarpıcıdır; 2020 sonunda, endekse dahil olan şirketlerin ortalama kurumsal yatırımcı ortaklığı, endekse dahil olmayanlara göre yüzde 33 puan daha yüksektir. Aradaki fark, eşit büyüklükte olmasa da, tüm bölgelerde anlamlıdır. Endeks fonları büyümeye devam ettikçe bu dinamiklerin yoğunlaşmaya devam etmesi de muhtemeldir. Örneğin, endeks yatırım fonları ve borsa yatırım fonlarının Amerika Birleşik Devletleri'ndeki toplam fon piyasasındaki payı 2010-2020 yılları arasında iki kattan fazla artarak %19'dan %40'a çıkmıştır (Investment Company Institute, 2021^[2]).

Şekil 1.4. MSCI Dünya Endeksi'nde (bulunmayan) şirketlerin ortalama kurumsal ortaklığı, 2020 sonu



Kaynak: OECD Sermaye Piyasası Serisi veri seti, FactSet, Thomson Reuters, Bloomberg, MSCI Bileşenleri Bilgisi (Aralık 2020 itibarıyla).

2 Önemli konular

Sermayenin farklı iş fırsatları arasında hangi verimlilikle tahsis edildiği, büyük ölçüde birincil ve ikincil pay senedi piyasalarının işleyişine bağlıdır. Ancak yatırımcıların ticari iş modellerine, teşviklerine ve ortaklık stratejilerine de bağlıdır. Yatırımcılar bu özelliklere göre farklılık gösterdiğinden, zaman içinde farklı yatırımcı türlerinin göreceli öneminde görülen sistemik değişikliklerin, sermayenin borsada işlem gören şirketler arasında tahsis edilme ve bu şirketlerin performansının izlenme biçimini etkilemesi de muhtemeldir.

Son yıllarda kurumsal yatırımcıların paylarının önemli ölçüde artmış olması, dikkatleri bu yatırımcıların paylarını buldukları şirketlerin kılavuzları olarak hareket etme sorumluluklarına yöneltmiştir. G20/OECD İlkelerinin III.A İlkesine ilişkin ek açıklamaların da işaret ettiği gibi, tüm kurumsal yönetim çerçevesinin ve şirket gözetiminin etkinliği ve güvenilirliği büyük ölçüde kurumsal yatırımcıların pay sahibi haklarını bilinçli bir şekilde kullanma ve yatırım yaptıkları şirketlerde ortaklık işlevlerini etkin bir şekilde yerine getirme istekliliğine ve yetisine bağlıdır. Münferit kurumsal yatırımcıların iş modelleri farklılık gösterse de, müşterilerine ve nihai pay sahiplerine karşı güvene dayalı sorumlulukları düşünüldüğünde, en azından bazı kurumsal yatırımcıların uzun vadeli değeri en üst düzeye çıkarmaya odaklanmalarını ve şirketlerle ilişkilerinde bu hedefe ulaşmayı amaçlamalarını beklemek mantıklıdır. Sorumlu sahiplerin uygun pay sahibi katılımı, nihayetinde tüm topluma fayda sağlamalıdır. Bu nedenle, kurumsal yatırımcıların yatırım yapılan şirketlerle ilişki kurmasına yönelik teşviklerin, fayda sağlayıcı yatırımcıların çıkarlarıyla nasıl uyumsuz olabileceğine ve ayrıca düzenleyici kurumların ve şirketlerin bu konuyu; özellikle de yönetmelikleri, kılavuzluk kodları, oy kullanma danışmanları ve ÇSY derecelendirmelerini ele alırken kullandıkları temel yöntemlere değinmek önemlidir.

2.1. G20/OECD İlkelerinde kurumsal yatırımcılar

G20/OECD İlkeleri'nin 2. Bölümünde pay sahiplerinin hakları ve adil muamele görmeleri ile kilit ortaklık fonksiyonları; 3. Bölümünde ise kurumsal yatırımcılar, pay piyasaları ve diğer araçlar ele alınmaktadır. 2. Bölüm daha çok pay sahiplerinin haklarının korunması ve adil muamele görmelerinin sağlanmasına odaklanırken, 3. Bölüm daha çok çerçevenin "iyi kurumsal yönetime katkıda bulunacak şekilde" pay piyasalarının işleyişini desteklemek için "yatırım zinciri genelinde makul teşvikler" sağlanmasıyla ilgilidir.

3. Bölüme giriş niteliğindeki açıklamalar, kurumsal yatırımcıların tüm kurumsal yönetim çerçevesinin etkinliğine ve güvenilirliğine katkıda bulunmada oynadığı önemli rolünü vurgulamanın yanı sıra yatırım zincirinin çoğu zaman uzun ve karmaşık olduğu, nihai pay sahibi ve şirket arasında çok sayıda aracının bulunmasının teşvikleri ve geleneksel kurumsal yönetime katılma yeteneğini etkilediği durumlarda kurumsal yönetim ve ortaklığa ilişkin gözlemlenen karmaşıklığı da özetlemektedir. Aynı zamanda ek açıklamalarda yatırım fonlarını, emeklilik fonlarını, sigorta şirketlerini ve risk fonlarını kapsayan kurumsal yatırımcıların pay yatırımlarının payında önemli bir artış olduğu ve her birinin kurumsal yönetime katılımı ilgili farklı yetenek ve çıkarlar ortaya koyduğu belirtilmektedir. Bazı kurumsal yatırımcılar pay sahibi katılımını iş modellerine dahil edebilirken, diğerleri aktif katılım için kaynak harcamayı kapsamayan veya teşvik etmeyen iş modelleri ve yatırım stratejileri izleyebilmektedir. Ek açıklamalar, daha pasif katılım stratejileri benimseyen sahip yatırımcılar için, "örneğin oylama yoluyla katılım için zorunlu gerekliliklerin etkisiz olabileceğini ve prosedür gereği yapma yaklaşımına yol açabileceğini" belirtmektedir.

. Bununla birlikte, bölüm kurumsal yatırımcıların ve diğer piyasa araçlarının katılımını çerçevelemeye yardımcı olacak bir dizi tavsiye içermekte ve ayrıca, bazı ülkelerde "kurumsal yatırımcıların isteğe bağlı kabul etmeye davet edildiği pay sahibi katılımına ilişkin kodların ("kılavuzluk kodları") kabul edilmesini değerlendirme" şeklindeki nispeten yeni eğilime de dikkat çekmektedir.

3. Bölümde kurumsal yatırımcılarla ilgili olarak "yatırımlarıyla ilgili kurumsal yönetim ve oylama politikalarını açıklamaları" (İlke III.A) ve "yatırımlarıyla ilgili kilit ortaklık haklarının kullanımını etkileyebilecek önemli çıkar çatışmalarını nasıl yönettiklerini açıklamaları" (İlke III.C) ile ilgili olanlar dahil olmak üzere bir dizi tavsiye yer almaktadır. Buna ek olarak, bölüm piyasa araçlarına ilişkin bir tavsiyeyi de içermekte ve "Kurumsal yönetim çerçevesi, oy kullanma danışmanlarının, brokerlerin, derecelendirme kuruluşlarının ve analiz veya tavsiye sağlayan diğerlerinin tavsiyelerinin veya analizlerinin bütünlüğünü tehlikeye atabilecek çıkar çatışmalarını açıklamalarını ve en aza indirmelerini gerektirmelidir" tavsiyesinde bulunmaktadır (İlke III.D). Pay sahibi katılımının kolaylaştırılması açısından, 2. Bölüm'de "Kurumsal pay sahipleri de dahil olmak üzere pay sahiplerinin, suistimali önleyecek istisnalara tabi olmak kaydıyla, İlkelerde tanımlanan temel pay sahibi haklarını ilgilendiren konularda birbirlerine danışmalarına izin verilmelidir" şeklinde önemli bir tavsiye de yer almaktadır (İlke II.D).

2.2. Kurumsal yatırımcı ortaklığındaki artışın kurumsal yönetim üzerindeki etkileri

Halka açık pay senedi piyasalarında kurumsal ortaklığın artması, yatırım zincirlerinin uzayıp giderek daha karmaşık hale gelmesine, ortaklığın yoğunlaşmasına ve endeks yatırım stratejilerinin popüleritesinin artmasına yol açmış olup, tüm bunların kurumsal yönetim üzerinde önemli etkileri bulunmaktadır. Örneğin, çeşitlendirilmiş bir fonun iş modelinin temelinde, çok sayıda şirkete yatırım yaparak firmaya özgü riski ortadan kaldırmak ve böylece riske göre ayarlanmış getirileri artırmak yatmaktadır. Bununla birlikte, tek bir portföy şirketindeki değer artışından elde edilen kazanç, en iyi ihtimalle, genel portföy performansı üzerinde küçük bir etkiye sahip olacaktır ve bu nedenle, ilgili bilgileri toplama, potansiyel sorunu belirleme, diğer pay sahiplerinden destek isteme ve bununla ilgilenirken yönetim haklarını kullanma maliyetlerinin daha ağır basması muhtemeldir. Daha temel olarak, bu tür bir katılımdan kaynaklanan herhangi bir fayda geniş ölçüde dağıldığı ve diğer pay sahipleriyle paylaşıldığı, buna karşın maliyet sadece katılım sağlayan fon tarafından üstlenildiği için (rekabetçi bir ortamda cazip değildir), firmaya özgü katılım için teşvikler asgari düzeydedir. Bu durum, özellikle büyük ve çeşitlendirilmiş fonlar tarafından kullanılan sabit ücret yapısında geçerlidir. Böyle bir yapıda, münferit firmalarla ilişkiden elde edilecek olası faydalar toplanan ücretlerle ilgili değildir, bu nedenle varlık yöneticileri bunun yerine yönetilen varlıklarını, maliyetler üzerinde rekabet ederek artırmaya teşvik edilir.

Kurumsal yatırımcıların yatırım yapılan şirketlere iştirak etme teşvikleri ile nihai pay sahiplerinin ekonomik çıkarları arasındaki uyumsuzluk, özellikle kurumsal yatırımcıların ortaklık yoğunlaşmasının borsada işlem gören şirketler için ağırlıklı bir ortaklık modeli yarattığı bazı yargı alanlarında uzun süredir devam eden ancak daha önemli hale gelen bir endişe kaynağıdır. Pay sahibi katılımı bazı kurumsal yatırımcıların iş modelleri ve yatırım stratejileri kapsamında bulunmasa da, bu kurumların katılım eksikliği "evini kullanmayan mülk sahibi" tipi pay sahiplerine yol açabilir. Bu sorun, özellikle kurumsal yatırımcıların toplu olarak önemli bir etki oluşturduğu borsaya kote şirketler için geçerlidir.

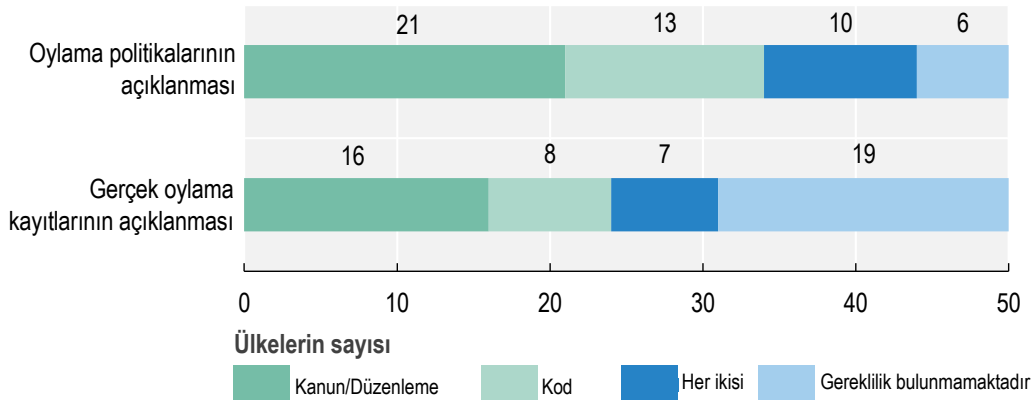
Ortaklığın (ve oy haklarının), geleneksel firma bazlı kurumsal yönetime dahil olmak için çok sınırlı teşvikleri olan az sayıdaki çok büyük geleneksel kurumsal yatırımcıda yoğunlaşması, yönetim haklarının değerinin azalması anlamına gelir. Şirket ortaklığına atfedilen yönetim hakkının önemi azaldıkça, şirketlerdeki paylar birincil olarak nakit akışı hakları olarak önemsenmektedir. Bununla birlikte, ortaklık katılımı sermaye tahsisinde ve kurumsal izlemede önemli bir rol oynamaktadır ve bu nedenle daha geniş bir sosyal ve ekonomik değere sahiptir. Bundan dolayı düşük katılımı ele almak, dünyanın dört bir yanında zorunlu gerekliliklerle isteğe bağlı kodları birlikte kullanan politika yapımcılar için kritik bir konudur.

2.2.1. Kurumsal yatırımcı katılımıyla ilgili zorunlu gereklilikler

2021 OECD Corporate Governance Factbook'a (OECD, 2021^[3]) göre, bazı ülkeler kurumsal yatırımcıların oy haklarını kullanmalarına ilişkin düzenleyici gereklilikler getirmiştir. Örneğin Şili'de yasa, emeklilik fonlarının görüş ve çıkarlarının pay sahibi toplantılarında belirtilmesi gerektiğini ve yönetim üzerindeki etkilerinin, yatırım yapılan şirketlerde bağımsız yönetim kurulu üyelerinin bir kısmının seçilmesi yoluyla dolaylı olduğunu belirtmektedir. İsrail'de kurumsal yatırımcılar (fon yöneticileri, emeklilik fonları, vakıf ve sandıklar ile sigorta şirketleri dahil) belirli kararlara katılmak ve oy vermek zorundadır. Hindistan'da kurumsal yatırımcıların, şirketin stratejisi ve performansı, liderlik kalitesi, kurumsal yönetim, ÇSY hususları ve pay sahibi hakları gibi konularda yatırım yapılan şirketleri izlemeleri ve bu şirketlerle etkileşim kurmaları gerekmektedir. Ayrıca, diğer kurumsal yatırımcılarla işbirliği için net bir politika oluşturmaları gerekmektedir (OECD, 2022a^[4]). İsviçre 2014 yılında, emeklilik fonu planlarının yönetim kurulu ve ücret komitesi üyelerinin seçimi ve yönetim kurulu ve üst yönetime ödenen ücretler gibi belirli konularda sigortalıların çıkarları doğrultusunda oy kullanmalarını gerektiren Aşırı Ücretlendirmeye Karşı Yönetmelik'i uygulamaya koymuştur.

Konuyla ilgili bir diğer alan da oylama politikalarının ve oylama kayıtlarının açıklanmasıyla ilgilidir. AB'nin Pay Sahibi Hakları Direktifi II'nin (SRD II) uygulanmasının ardından, kurumsal yatırımcıların oylama politikalarını ve oylama kayıtlarını açıklamasını zorunlu kılan ülkelerin sayısında büyük bir artış olmuştur. AB Direktifi, kurumsal yatırımcıların ve varlık yöneticilerinin pay sahibi katılımına ilişkin bir politika geliştirmeleri, bu politikayı web sitelerinde yayımlamaları, politikayı nasıl uyguladıklarını açıklamaları ve genel kurullarda nasıl oy kullandıklarını yıllık olarak rapor etmeleri için uyulması veya açıklanması gereken açıklama gerekliliklerini ortaya koymaktadır (AB, 2017^[5]). Factbook'ta yer alan 50 ülkeden 21'inde şirketlerin yasa veya yönetmelik gereği oylama politikalarını, 16'sında ise fiili oylama kayıtlarını açıklamaları gerekmektedir.

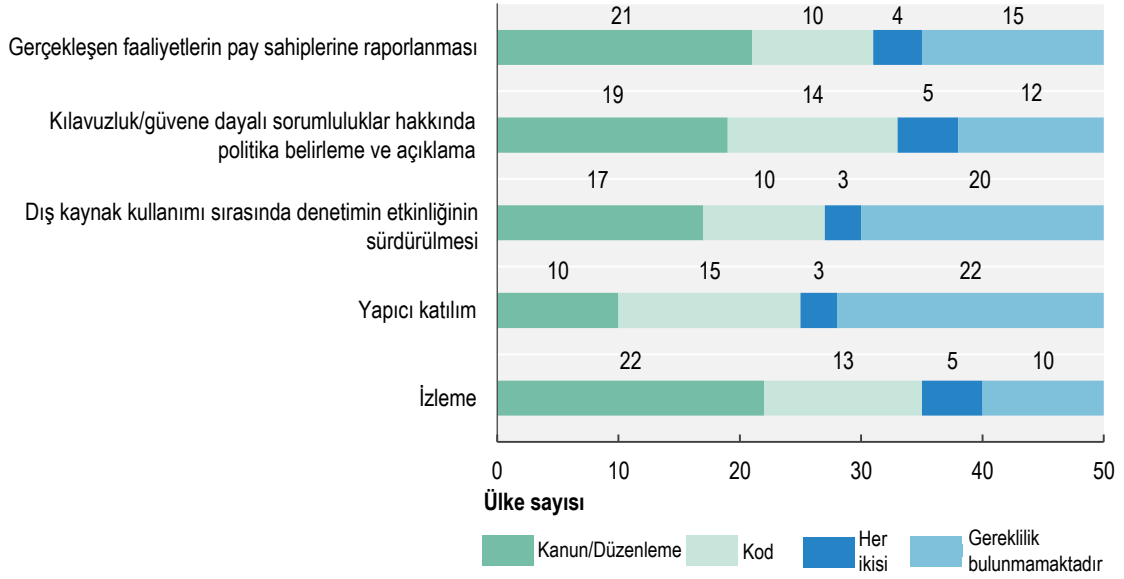
Şekil 2.1. Oylama politikalarının ve fiili oylama kayıtlarının kurumsal yatırımcılar tarafından açıklanması



Kaynak: OECD (2021^[3]), OECD Corporate Governance Factbook 2021, <https://www.oecd.org/corporate/corporate-governance-factbook.htm>

Sayıları giderek artan ülkede, yatırım yapılan şirketleri izleme ve bunlarla yapıcı katılım ile oy haklarının kullanımında dış kaynak kullanımını izlemeye ilişkin etkinliğin sürdürülmesi gibi çeşitli ortaklık katılımı biçimlerine yönelik özel gereklilikler de belirlenmektedir. Kurumsal yatırımcıların yatırım yapılan şirketleri izlemesi (22 hukuk sistemi) ve yararlanıcılara fiili faaliyetleri raporlaması (21) gereklilikleri en yaygın olanlardır. Genellikle yönetim kurulu veya yönetimle doğrudan diyalogu içeren yapıcı katılım, artık on ülkede zorunludur. 17 ülkede, kurumsal yatırımcıların oy haklarının kullanımını oy kullanma danışmanlarına veya diğer hizmet sağlayıcılarına aktarırken izleme etkinliğini sürdürmeleri gerekmektedir.

Şekil 2.2. Kılavuzluk ve kurumsal yatırımcıların güvene dayalı sorumlulukları



Kaynak: OECD (2021_[3]), OECD Corporate Governance Factbook 2021, <https://www.oecd.org/corporate/corporate-governance-factbook.htm>.

2.2.2. Kılavuzluk kodları: Kurumsal yatırımcı katılımına esnek hukuk yaklaşımı

G20/OECD İlkelerinde de vurgulandığı gibi, kurumsal yönetim çerçevesinin zorunlu unsurları, esnekliğe imkan tanımak üzere ihtiyari tavsiyelerle tamamlanabilmektedir. Gerçekten de son yıllarda birçok ülke, kurumsal yatırımcıların gönüllülük esasına dayalı olarak imzalamaya davet edilen pay sahibi katılımı kodlarını (kılavuzluk kodlarını) uygulamaya koymuştur. Bu eğilim, kamu sermayesinin kurumsal ortaklığındaki artışın yanı sıra, kurumsal yatırımcılar tarafından yapılan sınır ötesi yatırımlardaki önemli artıştan da kaynaklanmaktadır. Yabancı kökenli yatırımcılar piyasanın önemli bir bölümünü ellerinde tuttuğu ve zorunlulukların sadece yerli kurumsal yatırımcılara uygulandığı durumlar, kurumsal yatırımcıların ortaklığa ilişkin katılımını artırmada çok etkili olmayabilirler. Bu bağlamda, birçok ülke hem yabancı hem de yerli kurumsal yatırımcıların uymayı taahhüt edebildikleri ihtiyari girişimlere giderek daha fazla önem vermektedir.

Kılavuzluk kodu, kurumsal yatırımcıların yatırım yapılan şirketlerle nasıl ilişki kurması gerektiğine dair standartları belirleyen bir dizi ilkedir. 2021 yılı sonu itibarıyla, en az 22 ülkede bir şekilde kılavuzluk kodları benimsenmiştir. Tablo 2.1, seçilen sekiz ülkedeki kanunların yapısına ilişkin kapsamlı olmayan bir liste sunmaktadır.

G20/OECD İlkeleri, kurumsal yatırımcıların yatırım yaptıkları şirketlerde ortaklık işlevlerini nasıl yerine getirdiklerine (İlke III.A) ve önemli çıkar çatışmalarını nasıl yönettiklerine (İlke III.C) ilişkin politikalarını geliştirmeleri ve açıklamaları gerektiğini belirtmektedir. Bununla birlikte, Tablo 1'de gösterilen ülkelerin çoğunda kılavuzluk kodları, kurumsal yatırımcıların yatırım yapılan şirketleri nasıl izledikleri, kılavuzluk faaliyetlerini ne zaman ve nasıl artırmaları gerektiği ve diğer yatırımcılarla ne zaman ve nasıl ortak hareket etmeleri gerektiği gibi daha geniş bir dizi konuyu kapsamaktadır.

Tablo 2.1. Seçilmiş ülkelerde kılavuzluk kodları

	Avustralya	Brezilya	Kanada	İtalya	Hindistan	Japonya	Kore	Birleşik Krallık	ABD
Kılavuzluk/ortaklık sorumluluklarını nasıl yerine getireceklerine ilişkin politika geliştirilmesi ve açıklanması	●	●	●	●	●	●	●	●	●
Çıkar çatışmalarının yönetilmesine ilişkin politikanın geliştirilmesi ve açıklanması	●	●	●	●	●	●	●	●	●
Yatırım yapılan şirketlerin izlenmesi	●	●	●	●	●	●	●	●	●
Kılavuzluk faaliyetlerini ne zaman ve nasıl gündeme getirmeleri gerektiğine ilişkin yönergelerin oluşturulması	●	●	●	●	●	○	●	●	●
Uygun olduğu durumlarda diğer yatırımcılarla birlikte hareket edilmesi	●	●	●	●	●	●	○	●	●
Oylama ve açıklama konusunda politika geliştirilmesi	●	●	●	●	●	●	●	●	●
Kılavuzluk ve oylama faaliyetleri hakkında periyodik raporlama yapılması	●	●	●	●	●	●	●	●	●

Kaynak: ACSI (2018^[6]), Avustralya Varlık Sahibi Kılavuzluk Kodu, <https://acsi.org.au/wp-content/uploads/2021/10/ASSET-OWNER-CODE-stewardship.pdf>; AMEC (2021^[7]), Brezilya Kılavuzluk Kodu ve İlkeleri, <https://amecbrasil.org.br/stewardship/amec-stewardship-code/?lang=en>; CCGC (2020^[8]), Kılavuzluk İlkeleri, https://ccgc.ca/wp-content/uploads/2020May_2020-Stewardship-Principles-CCGG-new-branding.pdf; ASSOGESTIONI (2016^[9]), İtalya Kılavuzluk İlkeleri, https://www.assogestioni.it/sites/default/files/docs/principi_ita_stewardship072019.pdf; Hindistan Menkul Kıymetler ve Borsa Kurulu (2019^[10]), Tüm Yatırım Fonları ve tüm AIF kategorileri için Kılavuzluk Kodu, https://www.sebi.gov.in/legal/circulars/dec-2019/stewardship-code-for-all-mutual-funds-and-all-categories-of-aifs-in-relation-to-their-investment-in-listed-equities_45451.html; Kore Kılavuzluk Kodu Konseyi (2016^[11]), Kılavuzluk İlkeleri, http://www.cgs.or.kr/eng/business/stewardship_tab02.jsp; Financial Reporting Council (2020^[12]), Birleşik Krallık Kılavuzluk Kodu 2020, https://www.frc.org.uk/getattachment/5aae591d-d9d3-4cf4-814a-d14e156a1d87/Stewardship-Code_Final2.pdf; Yatırımcı Kılavuzluk Grubu (2017^[13]), Yatırımcı Kılavuzluk Grubu ve ABD Kılavuzluk ve Yönetim Çerçevesi, <https://isgframework.org/stewardship-principles/>; Japonya Finansal Hizmetler Kurumu (2021^[14]), Yatırımcı ve Şirket Katılımı Rehberi, <https://www.fsa.go.jp/en/news/2021/20210611/01.pdf>.

Çoğu kılavuzluk kodu, kodları uygulayıp uygulamamayı kurumsal yatırımcıların takdirine bırakmaktadır. Birleşik Krallık veya Brezilya'da olduğu gibi bazı durumlarda, kodu imzalayıp imzalamak da isteğe bağlıdır. Diğer bazı ülkelerde, kurallara kurumsal yatırımcıların tamamı veya belirli kategorileri için geçerli olan ve tipik olarak "uy veya açıkla" yaklaşımını izleyen ve hangi uygulamaların uygulanacağı konusunda esneklik sağlayan açıklama gereklilikleri eşlik etmektedir. Bu ihtiyari ve daha esnek yaklaşımlar, kurumsal yatırımcılar arasında bu tür stratejilerin çeşitliliğini kabul ederek, yatırımcıların kodları kendi yatırım stratejilerine uyarlamalarına izin vermek amacıyla tasarlanmıştır. Bununla birlikte, bazı kurumsal yatırımcılar bir kılavuzluk kodunu tamamen veya kısmen benimsediklerini açıklasalar bile, en azından bazı durumlarda bunu gerçekten yapmalarını sağlayacak bir yatırım mekanizması bulunmamaktadır. Aslında, kılavuzluk kodlarını büyük ölçüde kurumsal yatırımcıların katılım konusundaki isteğine dayanmaktadır. Etkinliği etkileyen unsurlar arasında kurumsal gelişim, iş uygulamaları ve düzenleyici çevre de yer almaktadır. Bu bağlamda, Birleşik Krallık'ta, Kılavuzluk Kodu'nu imzalamak isteyen kurumsal yatırımcılar, Financial Reporting Council'e (FRC) Kodun İlkelerini nasıl uyguladıklarını gösteren bir rapor sunmalıdır. Kurumsal yatırımcıların, bir kez değerlendirilip imzacı olarak listelendikten sonra, imzacı olarak kalmak için yıllık olarak rapor vermesi gerekmektedir. Ayrıca FRC, iyi raporlama örneklerini tanımlayan ve yönetim, kaynak sağlama, kılavuzluğun yatırımla entegrasyonu ve kılavuzluk faaliyetleri hakkında iyi raporlama beklentilerini açıklayan "Etkili Kılavuzluk Raporlaması"nı yayımlamaktadır (Financial Reporting Council, 2021^[15]). Kılavuzluk kodunun sorumlusu tarafından değerlendirilmesi ve düzenli olarak kamuoyuyla paylaşılması, gönüllülük esasına dayalı olmasından kaynaklanan teşvik sorununu

doğrudan ele almaya da, kılavuzluk faaliyetlerini teşvik etmek ve kurumsal yatırımcıları olumlu yönde yönlendirmek için bir araç olarak hizmet edebilir.

Kılavuzluk kodlarına ilişkin bir diğer önemli gelişme de kurumsal yatırımcıların borsaya kote şirketlerde genellikle azınlık pay sahibi olduğu Asya ülkelerinde kodların daha yaygın bir şekilde benimsenmesidir. 2014 yılından bu yana sekiz Asya ülkesi; Japonya (2014), Malezya (2014), Hong Kong (Çin) (2016), Hindistan (2019), Kore (2016), Singapur (2016), Çin Taipeisi (2016) ve Tayland (2017) kılavuzluk kodlarını kabul etmiştir. Kılavuzluk faaliyetleri genellikle özenli bir araştırmayı, yönetimle toplantılar yapılmasını ve genel kurul toplantısında oy kullanmayı kapsar. Ancak bu ülkelerde, münferit kurumsal yatırımcılar genellikle ortaklığın küçük bir kısmını temsil etmekte ve yönetime bazı eylemler önerdiklerinde ve şirkette bir değişiklik yapmaya çalıştıklarında zorluklarla karşılaşabilmektedir. Bu nedenle, düzenleyici çerçevelerin ve uygulamaların katılımlarının etkinliğini ve başarısını nasıl etkileyebileceğini dikkate almak çok önemlidir.

2.2.3. Kılavuzluk ile ilgili diğer girişimler

Düzenleyici girişimlere ek olarak, kurumsal yatırımcıların kendileri de portföy şirketleriyle olan ilişkilerini dayandırdıkları kılavuzluk ilkeleri geliştirmektedir. Örneğin, Vanguard, yönetim kurulu faaliyetlerine ilişkin raporların yanı sıra, dört temel sütuna dayanan Küresel Yatırım Kılavuzluğu İlkeleri'ni yayımlamaktadır: yönetim kurulu yapısı ve etkinliği; strateji ve riskin gözetimi; yönetici ücretlendirmesi ve pay sahibi hakları (Vanguard, 2021^[16]). Benzer şekilde BlackRock, yedi ana temayı kapsayan BlackRock Yatırım Kılavuzluğu Küresel İlkeleri'ni yayımlamaktadır: yönetim kurulları ve üyeler; denetçiler ve denetimle ilgili konular; sermaye yapıları, birleşmeler, varlık satışları ve diğer özel işlemler; ücret ve yan haklar; çevresel ve sosyal konular; genel kurumsal yönetim konuları ve pay sahibi korumaları; ve pay sahibi önerileri (BlackRock, 2021^[17]).

Şunu da belirtmek gerekir ki, büyük kurumsal yatırımcılar tarafından kılavuzluk katılımına yönlendirilen kaynaklar hızla artarken, yatırım portföylerinin büyüklüğüne oranla çok küçük kalmaktadır. Örneğin, 2020 yılında BlackRock 55 pazarda 17.000 genel kurul toplantısında 160.700 öneriyi oylamıştır. Buna karşılık, kılavuzluk ekibi yaklaşık 45 kişiden oluşmuştur (BlackRock, 2020^[18]). Benzer şekilde, Vanguard'ın 35 kişilik kılavuzluk ekibi, yalnızca 2021'in ilk yarısında 29 piyasada 10.796 şirkette 137.826 teklif üzerinde oy kullanmıştır (Vanguard, 2021^[19]). Bunların sektördeki en büyük kılavuzluk ekiplerinden bazıları olduğunu belirtmek gerekir (Mooney, 2020^[20]). Elbette, katılıma yönelik bu büyüklükte ekipler, piyasadaki diğer şirketlere kurumsal yatırımcı beklentileri hakkında bir işaret göndermede daha büyük bir etki yaratabilecek şirketlerle önemli sayıda stratejik ve görünür müdahaleyi mümkün kılmaktadır. Bununla birlikte, birçok kurumsal yatırımcının portföyündeki çok sayıda yatırım yapılan şirket, kılavuzluk ekiplerinin yatırım yaptıkları şirketlerle anlamlı bir şekilde ne kadar etkileşime girebileceği ve oy kullanma danışmanlarına ne ölçüde bağımlı oldukları sorusunu gündeme getirmektedir.

Bu uyumsuz teşviki ele almaya yönelik yeni bir girişim, kurumsal yatırımcıların müşterilerine dolaylı olarak sahip oldukları payları oylama hakkı vermesidir. Örneğin, BlackRock 2022'den itibaren belirli müşterilerin vekaleten oy kullanma kararlarına doğrudan katılmalarına izin verecektir. Bu müşteriler oylarını kendileri kullanmayı tercih edebilecekleri gibi, oy kullanma danışmanlığı tavsiyelerine de güvenebilirken yalnızca oy vermek istedikleri belirli teklifleri kendileri belirleyebilecek veya BlackRock'ın kılavuzluk ekibine güvenmeye devam edebilecektir. Bu önlem ilk aşamada BlackRock'ın endeks stratejilerine (yaklaşık 2 trilyon ABD doları tutarında hisse senedi) yatırım yapan kurumsal müşteriler için geçerli olacak, ancak daha sonraki bir aşamada diğer yatırımcıları ve ürünleri de kapsayacak şekilde genişletilebilecektir (Posner, 2021^[21]). Bu tedbirin etkisi henüz değerlendirilmemiştir, ancak pay sahibi katılımını ve oylamada heterojenliği (ve dolayısıyla bilgi üretimini) artırmaya hizmet edebilecektir. Ancak girişimin etkinliği, müşterilerin vekaleten oy kullanma süreçlerine katılmak için yeterli zaman ayırmalarına bağlıdır.

2.3. Vekaleten oy kullanma ve danışmanlık hizmetleri

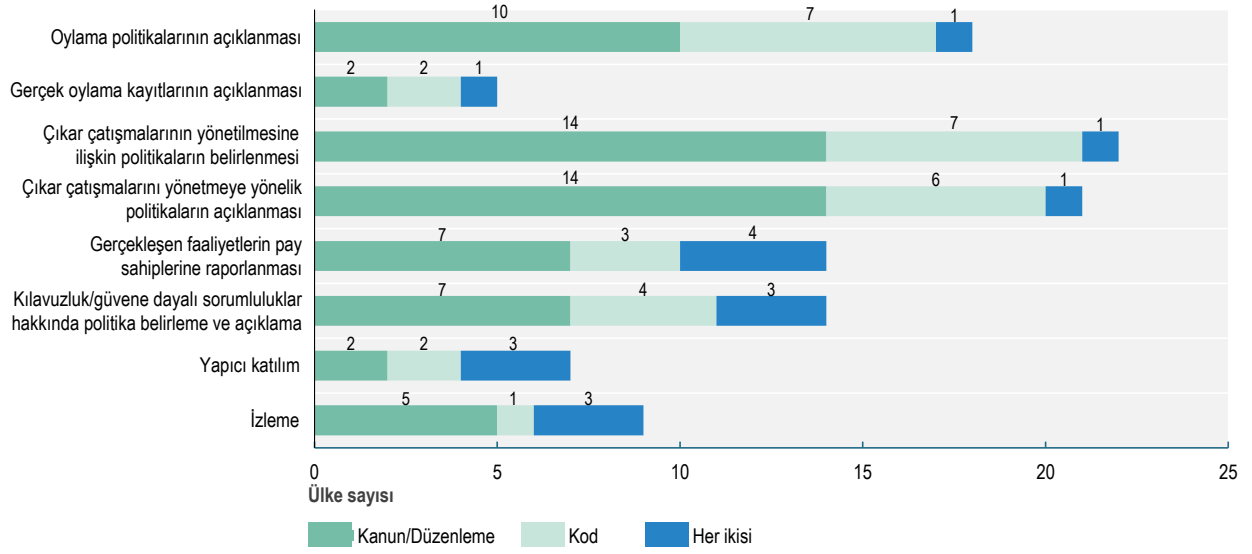
Binlerce şirketten oluşan portföylere sahip kurumsal yatırımcıların, vekaleten oy kullandıkları her genel kurul toplantısı için pay sahibi oylamalarından önce araştırma yapmaları oldukça zor olduğundan, kurumsal yatırımcılar genellikle oy kullanma danışmanlarının hizmetlerini kullanmaktadır. Oy kullanma danışmanlığı sektörü, Institutional Shareholder Services (ISS) ve Glass Lewis firmalarının %97'lik tahmini birleşik pazar payını temsil etmesiyle büyük ölçüde yoğunlaşmıştır (Larcker, Tayan ve Copland, 2018^[22]). ISS, 115'in üzerinde pazarda 45.000 toplantıyı kapsadığını ve 1.500 kurumsal müşteri için 12,2 milyon oy verme işlemi gerçekleştirdiğini bildirmektedir (ISS, 2021^[23]). Benzer şekilde Glass Lewis, 100 pazarda 1.300 müşteri için 30.000'i aşkın toplantıyı kapsamaktadır (Glass Lewis, 2021^[24]). Bu durum oy kullanma danışmanlığı sunan firmalarına pay sahibi oylama süreçleri üzerinde önemli bir etki sağlamaktadır ve kanıtlar net olmasa da araştırmalar oy kullanma danışmanlığı tavsiyeleri ile fiili oylama sonuçları arasında güçlü korelasyonlar olduğunu göstermektedir (Larcker, Tayan ve Copland, 2018^[22]). Oy kullanma danışmanlarının sayısındaki artışın, pay sahibi oylamasından önceki bilgi üretim sürecini baltaladığı ve ağırlıklarının oylama davranışlarını homojenleştirdiği savunulmuştur (Spatt, 2019^[25]).

G20/OECD İlkeleri (İlke III.D) oy kullanma danışmanlarının (ve yatırımcı kararlarıyla ilgili analiz ve tavsiye sağlayan diğer hizmet sağlayıcıların) "analizlerinin veya tavsiyelerinin bütünlüğünü tehlikeye atabilecek çıkar çatışmalarını açıklamalarını ve en aza indirmelerini" tavsiye etmektedir. Oy kullanma danışmanları, danışmanlık ve ÇYS derecelendirmeleri gibi başka hizmetler de sundukları veya başka önemli ilişkilere sahip oldukları için örneğin iştiraklerinin önemli bir çıkarı olduğu bir konuda tavsiye verdiklerinde bu tür çatışmalar ortaya çıkabilir.

Son yıllarda, vekaleten oy kullanma ve diğer danışmanlık hizmetlerine ilişkin düzenlemeyle ilgili bazı önemli gelişmeler olmuştur. OECD Kurumsal Yönetim Factbook'un 2021 baskısı , oy kullanma danışmanlarıyla ilgili düzenleyici gerekliliklerin giderek yaygınlaştığını, ancak benimsenen düzenleme yaklaşımlarında önemli farklılıklar olduğunu göstermektedir. Bazı ülkeler, oy kullanma danışmanları için özel olarak geçerli olan ve bazı durumlarda ek kılavuzlarla desteklenen bağımsız yasalar veya yönetmelikler oluşturmuştur. Örneğin, Amerika Birleşik Devletleri'nde SEC'in oy kullanma danışmanlığı firmaları ve danışmanlığı sunan diğer kuruluşların "talepleri" ile ilgili kuralları vardır. SEC ayrıca, yatırım danışmanlarının vekaleten oy kullanma ile ilgili yükümlülüklerine uymalarına yardımcı olacak örnekler de dahil olmak üzere, müşteri menkul kıymetlerine ilişkin vekaleten oy kullanma yetkisini kullanan yatırım danışmanlarının vekaleten oy kullanma sorumluluklarına ilişkin bir rehber yayımlamıştır. Hindistan'da vekalet danışmanları genellikle müşterileri adına oy kullanmazlar ancak yine de oy tavsiye politikalarını formüle etmeleri ve müşterilerine açıklamaları gerekmektedir (OECD, 2021^[3]).

AB'deki SRD II, oy kullanma danışmanlığı hizmetlerinin kurumsal yatırımcılar için önemini kabul etmekte ve bu hizmetlerin "yatırımcıların oy verme davranışları üzerinde önemli bir etkiye sahip olabileceğini de" belirtmektedir. Bu nedenle, oy kullanma danışmanlarının "araştırma, tavsiye ve oylama önerilerinin hazırlanmasıyla ilgili belirli temel bilgileri ve araştırma, tavsiye ve oylama önerilerinin hazırlanmasını etkileyebilecek her türlü fiili veya potansiyel çıkar çatışmasını veya iş ilişkisini açıklamalarını" gerektirmektedir. Oy kullanma danışmanları ayrıca (varsa) hangi davranış tüzüğüne uyduklarını açıklamalı ve bunlara ilişkin sapmaları tarif etmelidir. Bir davranış tüzüğüne uymamaları durumunda, neden uymadıklarını açıklamalıdır (AB, 2017^[5]).

Şekil 2.3. Oy kullanma danışmanları için gereklilikler ve öneriler



Kaynak: OECD (2021^[3]), OECD Corporate Governance Factbook 2021, <https://www.oecd.org/corporate/corporate-governance-factbook.htm>.

Oy kullanma danışmanlığı hizmetlerinin kullanımı da kılavuzluk kodlarında kabul edilmektedir. Örneğin Birleşik Krallık kılavuzluk kodu, kurumsal yatırımcıların yanı sıra hizmet sağlayıcılar (oy kullanma danışmanları da dahil olmak üzere) için de ilkeler içermektedir. Kod imzacılardan "oy kullanma danışmanlarının standart tavsiyelerini ne ölçüde kullandıklarını belirtmelerini" de istemektedir (Financial Reporting Council, 2020^[12]). Malezya Kodu ayrıca kurumsal yatırımcıların hizmet sağlayıcılarını (oy kullanma danışmanları da dahil olmak üzere) Kodun ilkelerini ilgili durumlarda uygulamaya ve yatırım faaliyetlerini, kurumsal yatırımcıların kendi kılavuzluk yaklaşımları doğrultusunda yürütmeye teşvik etmelerini tavsiye etmektedir. Bu doğrultuda, hizmet sağlayıcıların da Kodu imzalamaları teşvik edilmektedir. Japonya da benzer bir yaklaşım benimseyerek kılavuzluk kodunda hizmet sağlayıcıların "kurumsal yatırımcıların yönetim faaliyetlerini etkin bir şekilde yürütmelerine katkıda bulunmalarını" tavsiye etmektedir (Kılavuzluk Kodu Uzmanlar Konseyi, 2020^[26]).

2.4. ÇSY değerlendirmeleri ve ÇSY derecelendirmeleri

Çevresel değişikliklerin ekonomi üzerindeki önemli etkileri - özellikle iklim değişikliği ile ilgili olarak - kurumsal yatırımcıların yatırım yaptıkları şirketlerle çevresel, sosyal ve yönetsel (ÇSY) konularda nasıl etkileşim kurduklarına daha fazla dikkat çekmiştir. Bu nedenle, bazı ülkeler son zamanlarda ÇSY hususlarını kılavuzluk kodlarına dahil etmiştir. Örneğin, Japonya'nın kılavuzluk kodu 2020 yılında yatırım stratejileriyle tutarlı sürdürülebilirlik hususlarını kapsayacak şekilde revize edilmiştir. Gözden geçirilmiş Birleşik Krallık kılavuzluk kodu da "imzacıların iklim değişikliği de dahil olmak üzere çevresel, sosyal ve yönetsel faktörleri dikkate almalarının ve yatırım kararlarının, müşterilerinin ihtiyaçlarıyla uyumlu hale getirilmesini sağlamalarının bekleneceğini" belirtmektedir (Financial Reporting Council, 2019^[27]).

AB'nin SRD II'sinin uygulanmasını takip eden diğer ülkeler de kurumsal yatırımcıların ÇSY konularına katılımını ve ilgili açıklamaları artırmaya yönelik mevzuatı uygulamaya koymuştur. AB'nin SRD II'si, kurumsal yatırımcıların ve varlık yöneticilerinin görevlerini ve raporlama gerekliliklerini önemli ölçüde genişleterek, yatırım yaptıkları şirketlerin finansal olmayan performanslarını, sosyal ve çevresel etkilerini ve kurumsal yönetimlerini nasıl izlediklerini açıklayan bir katılım politikası yayımlamalarını ve bu katılım politikasının nasıl uygulandığını yıllık olarak açıklamalarını şart koşmuştur (AB, 2017^[25]). Fransa'da, Enerji Dönüşümü Kanunu'nun 173-VI Maddesi 2015 yılında güncellenerek kurumsal yatırımcıların çevresel, sosyal ve yönetim kalitesi hedeflerini yatırım ve risk yönetimi politikalarına nasıl dahil ettiklerine ilişkin

bilgileri açıklamalarını talep etmiştir.¹ 2020 yılında Singapur, Singapur Para Otoritesi'nin (MAS) fon yönetim şirketleri için çevresel risk yönetimine ilişkin beklentilerini ortaya koyan rehberler yayımlamıştır.

Yatırımcılar, ÇSY ile ilgili soruları giderek daha fazla dikkate almaya ve yatırım ve oylama kararlarına dahil etmeye başlamışlardır. Her ne kadar COVID-19 krizinden önce ortaya çıkmış olsa da, bu eğilim pandemi ile daha da ivme kazanmış ve bu durum sistemik risklerin belirlenmesinin önemini vurgulamakla kalmamış, ÇSY yelpazesindeki konuları daha belirgin hale getirerek şirketlere ilişkin genel beklentileri de artırmıştır (OECD, 2020_[28]).

ÇYS derecelendirme ve veri sağlayıcıları, düzenlemeye duyulan ilgi ve yatırımcı talebindeki artış karşısında hızlı büyüme gösterip kurumsal yatırımcıların ÇYS hususlarını yatırım süreçlerine entegre etmelerine yardımcı olmuştur. ÇSY derecelendirmeleri, sıralamaları ve puanlamaları genellikle şirketleri ÇSY puanlarını belirlemeye yardımcı olan açıklamalarına göre değerlendirir. (OECD, 2020_[28]). Ancak ÇSY performansını değerlendirmek için kullanılan metrik ve metodolojiler çok çeşitlidir. Derecelendirme sağlayıcılarının metodolojileri, verileri nasıl topladıklarına, hangi bilgi kaynaklarına dayandıklarına (kamuya açıklamalar, anketler veya üçüncü taraf tedarikçiler tarafından üretilen veriler), toplanan verileri nasıl işlediklerine (ham, toplu, temiz, doğru veya tahmini), nicel veya nitel faktörleri nasıl ağırlıklandırdıklarına ve alt kategori ölçümlerini nasıl belirlediklerine göre değişebilir (OECD, 2020_[28]).

Bununla birlikte Çevre sütunuyla ilgili olarak metodolojiler, ihraç işleminde bulunanların iklimle ilgili hedeflere uyumunu ve sürdürülebilirlik hedeflerine yönelik ilerlemesini ödüllendirmenin yanı sıra iklimle ilgili politika ve hedeflerin benimsenmesini ve açıklanmasını da ödüllendirerek düşük karbonlu geçişe katkıda bulunma potansiyeline sahiptir (OECD, 2022_[29]). Bu tür derecelendirmelerde daha fazla tutarlılık ve karşılaştırılabilirlik geliştirmeye yönelik olası bir yaklaşım, daha iyi risk yönetimini desteklemek için İklimle İlgili Finansal Açıklama Görev Gücü (TCFD) ve OECD Sorumlu İş Yönetimi için Durum Tespiti Rehberi (OECD, 2021_[30]; OECD, 2021_[31]) gibi açıklamaların iklim geçişiyle uyumunu kolaylaştıran uluslararası kabul görmüş ölçütlerin benimsenmesi olacaktır.

Bir tahmine göre dünya çapında 160 ÇYS veri ve derecelendirme sağlayıcısı bulunmaktadır. Ancak piyasaya az sayıda büyük oyuncu hakimdir (IOSCO, 2021_[32]). Veri sağlayıcısı Refinitiv, 2019 yılı sonunda, küresel piyasa değerinin %78'ini ve ABD piyasa değerinin %95'ini temsil eden şirketler için ÇSY puanları üretmiştir (OECD, 2020_[28]). Diğer önemli derecelendirme ve veri sağlayıcıları arasında örneğin Bloomberg, Dow Jones, ISS, MSCI ve Thomson Reuters yer almaktadır (Huber ve Comstock, 2017_[33]). ÇSY derecelendirme sağlayıcıları genellikle endeks sağlayıcıları (ve bazı durumlarda oy kullanma danışmanları) da olduğundan, araçlar arasında çoğu zaman bir kesişme olduğu unutulmamalıdır.

Konuya yönelik ilginin artması ve mevcut veriler, ÇSY verilerinin ve derecelendirmelerinin kurumsal yatırımcılar için dolaylı katılım araçları haline gelmesi şekline bir etki yaratmaktadır. Daha da önemlisi, kurumsal yatırımcılar ÇSY kriterlerini portföy tahsis süreçlerinin bir parçası kılarak şirketlerin ÇSY ile ilgili eylem, strateji ve politikalarını bir sermaye maliyeti sorusu haline getirmektedir. Bu durum, kurumsal yatırımcıların yetersiz katılımı için kesin bir çözüm olmasa da ilginçtir; çünkü yatırımcının münferit şirketlerle etkileşime girmesine gerek kalmadan, şirketleri bu tür hususları finansal nedenlerle ciddiye almaya teşvik etmektedir. Daha da önemlisi, sermaye tahsisi üzerindeki doğrudan etkileri, ÇSY derecelendirmelerini diğer kurumsal yönetim aracılık hizmetlerinden, özellikle de bazı oylama sonuçları için kesinlikle önemli olmakla birlikte sermaye akışlarının belirgin belirleyicileri olmayan oy danışmanlığı hizmetlerinden ayırmaktadır. Önemlerinin arttığı düşünüldüğünde, açıklama gereklilikleri ve bunların tutarlılığı konusunda daha fazla iyileştirme yapılması, kurumsal yatırımcıların ÇSY ile ilgili kararlarını ve performans kriterlerini yararlanıcılara ve pay sahiplerine daha iyi iletmelerini sağlayabilir (OECD, 2020_[28]). Şirketlerin kendilerinin ÇSY derecelendirmelerini yönetici ücretlerine karar verirken bir değişken olarak kullanmaları bu teoriyi desteklemektedir. Bir araştırmaya göre, ÇSY ölçütleri Avrupa'daki büyük endeksleri oluşturan şirketlerin %63'ü ve S&P 500'deki şirketlerin %52'si tarafından yıllık yönetici teşvik planlarında kullanılmaktadır (Willis Towers Watson, 2021_[34]).

¹ *Loi sur la Transition Énergétique pour la Croissance Verte – LTECV.*

FTSE 100 şirketlerinin %45'i yönetici ücretlerinde bir ÇSY ölçütüne sahiptir (PwC, 2021^[35]). Bu ölçütlerin tümü bir ÇSY derecelendirme sağlayıcısının verilerine dayanmasa da (bir şirket ÇSY etkisine ilişkin dahili ölçümler yapıyor olabilir), bu rakamlar genel olarak kurumsal ekosistemde ve daha özel olarak kurumsal yönetim araçları olarak bu tür verilerin önemini göstermektedir.

ÇSY derecelendirmeleri ve verileri, sermaye maliyeti ve kurumsal davranış üzerindeki etkileri nedeniyle, iş modelleri ve/veya düzenleyici ortamları doğrudan katılım teşviki veya imkanı sunmayan yatırımcıların ÇSY konularını kurumsal yönetim süreçlerine dahil etmeleri için bir yol sağlayabilir. Kılavuzluk kodlarının teşvik etmeye çalıştığı katılım türü bu kapsamdadır.

ÇSY derecelendirme sağlayıcılarının rolündeki artışın kurumsal yönetim üzerinde etkileri vardır. Öncelikle, ÇSY derecelendirmeleri kurumsal yatırımcıların yatırım kararlarını ve katılımlarını yönlendirmeye yönelik bir araç olarak kullanıldığında, karşılaştırılabilirliğin eksikliği ve bazı durumlarda metodolojilerin şeffaf olmaması, şirket hakkında yanlış bir tablo sunabilir. Daha da önemlisi, yatırımcıların katılım ve oylama stratejileri kapsamındaki ÇSY değerlendirmeleri, ÇSY derecelendirme sağlayıcısının kullandığı metodolojiyle tutarlı olmayabilir. İkinci olarak, ÇSY derecelendirme sağlayıcısının ilgili kuruluşta danışmanlık hizmeti sağlama veya şirketin menkul kıymetlerini/türevlerini alıp satma gibi maddi bir çıkarı varsa çıkar çatışmaları ortaya çıkabilir. Son olarak, araştırmalar büyük piyasa değerine sahip şirketlerin küçük şirketlerden daha yüksek puan alma eğiliminde olduğunu göstermektedir; bu durum, kurumsal yatırımcıların halka açık en büyük şirketlere yatırım yapma şeklindeki mevcut eğilimini güçlendirebilir. Daha büyük şirketlerin elde ettiği daha yüksek puanlar, kısmen, büyük sermayeli firmaların ÇSY derecelendirme sağlayıcılarının büyük ölçüde kullandığı ÇSY raporlamasına daha fazla kaynak ayırabilmesinden kaynaklanabilir (OECD, 2020^[28]).

Kurumsal yatırımcılar da ÇSY derecelendirmelerini katılım stratejilerini yönlendirmek için kullandığından ve ÇSY derecelendirmelerinin kalitesi yatırım yapılan şirketlere katılımı etkilediğinden, süreç, metodolojiler ve veri kaynaklarına yönelik şeffaflık, yansız ve güvenilir veri sağlamanın anahtarıdır. Yatırımcılar veri/derecelendirme sağlayıcılarının sağladığı derecelendirmeler yerine ham ÇSY verileri (ve dahili modellere dayalı ağırlık derecelendirmelerini) kullanabilirler; bu yüzden ÇSY derecelendirmelerinin belirsizliği hakkında yeterli belge ve farklı sağlayıcıların aynı şirkete ilişkin derecelendirmeleri arasında genellikle büyük tutarsızlıkların olması, yeterli şeffaflık durumunda, bu verilerin bir katılım aracı olarak kullanılması açısından bir endişe kaynağı olmayabilir. Bununla birlikte, derecelendirme sağlayıcıları arasındaki temel varsayım ve puanlardaki farklılıklar, kamuoyunun piyasalara ve bu tür araçların kullanımına olan güvenini zayıflatma riski de taşıyabilir.

Bu gelişmeler, ÇSY derecelendirmelerinin ve verilerinin kurumsal yönetim sürecinde meşru bir aracılık işlevi görmeye başladığını ve bu tür araçların iyi kurumsal yönetim uygulamalarının şekillendirilmesinde önemli bir rol oynayabileceğinin altını çizen G20/OECD İlkelerinin III.D İlkesi göz önünde bulundurularak bu şekilde analiz edilmesi gerektiğini göstermektedir. Gerçekten de, düzenleyiciler son zamanlarda sermaye piyasalarında giderek daha önemli bir rol oynayan ancak mevcut düzenleyici alan kapsamına girmeyen ÇYS derecelendirme sağlayıcılarıyla daha çok ilgilenmeye başlamıştır. IOSCO Temmuz 2021'de ÇYS derecelendirme sağlayıcıları hakkında önerilen politika tavsiyelerini içeren istişare raporunu yayımlamıştır. Japonya dahil olmak üzere bazı ülkeler bu tavsiyelerin düzenleyici çerçevelere nasıl entegre edileceği konusunda bir tartışma başlatmıştır, ancak kurumsal yatırımcıların ÇSY derecelendirme sağlayıcılarından daha çok istifade etmesi, kurumsal yönetim perspektifinden daha fazla tartışmayı gerektirmektedir.

Kaynakça

- ACSI (2018), "Australian Asset Owner Stewardship Code", <https://acsi.org.au/wp-content/uploads/2021/10/ASSET-OWNER-CODE-stewardship.pdf>. [6]
- AMEC (2021), "Brazilian Stewardship Code and Principles", <https://amecbrasil.org.br/stewardship/amec-stewardship-code/?lang=en>. [7]
- ASSOGESTIONI (2016), "Italian Stewardship Principles", https://www.assogestioni.it/sites/default/files/docs/principi_ita_stewardship072019.pdf. [9]
- BlackRock (2021), *BlackRock Investment Stewardship Global Principles*, <https://www.blackrock.com/corporate/literature/fact-sheet/blk-responsible-investment-engprinciples-global.pdf>. [17]
- BlackRock (2020), *Investment Stewardship Annual Report*, <https://www.blackrock.com/corporate/literature/publication/blk-annual-stewardship-report-2020-calendar-year.pdf>. [18]
- CCGG (2020), "Stewardship Principles", <https://ccgg.ca/wp-content/uploads/2020/05/2020-Stewardship-Principles-CCGG-new-branding.pdf>. [8]
- De La Cruz, A., A. Medina ve T. Tang (2021), "Institutional ownership in today's equity markets, Chapter in Festschrift till Rolf Skog – Festschrift in honour of Rolf Skog", *Norstedts Juridik*, <https://www.jure.se/ns/default.asp?url=visatitel.asp?tuid=27001>. [1]
- EU (2017), *DIRECTIVE (EU) 2017/828 OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 17 May 2017 amending Directive 2007/36/EC as regards the encouragement of long-term shareholder engagement*, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32017L0828&from=EN>. [5]
- Financial Reporting Council (2021), *Effective Stewardship Reporting: Examples from 2021 and expectations for 2022*, https://www.frc.org.uk/getattachment/42122e31-bc04-47ca-ad8c-23157e56c9a5/FRC-Effective-Stewardship-Reporting-Review_November-2021.pdf. [15]
- Financial Reporting Council (2020), "The UK Stewardship Code 2020", https://www.frc.org.uk/getattachment/5aae591d-d9d3-4cf4-814a-d14e156a1d87/Stewardship-Code_Final2.pdf. [12]
- Financial Reporting Council (2019), "Revised and strengthened UK Stewardship Code sets new world-leading benchmark", <https://www.frc.org.uk/news/october-2019/revised-and-strengthened-uk-stewardship-code-sets>. [27]

- Glass Lewis (2021), , <https://www.glasslewis.com/company-overview/>. [24]
- Huber, B. ve M. Comstock (2017), *ESG Reports and Ratings: What They Are, Why They Matter*, <https://corpgov.law.harvard.edu/2017/07/27/esg-reports-and-ratings-what-they-are-why-they-matter/>. [33]
- Investment Company Institute (2021), “2021 Investment Company Fact Book”, https://www.ici.org/system/files/2021-05/2021_factbook.pdf. [2]
- Investor Stewardship Group (2017), “Investor Stewardship Group and the Framework for U.S. Stewardship and Governance”, <https://isgframework.org/stewardship-principles/>. [13]
- IOSCO (2021), “Environmental, Social and Governance (ESG) Ratings and Data Providers: Consultation Report”, <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD681.pdf>. [32]
- ISS (2021), *Institutional Shareholder Services*, <https://www.issgovernance.com/solutions/proxy-voting-services/>. [23]
- Japan Financial Services Agency (2021), *Guidelines for Investor and Company Engagement*, <https://www.fsa.go.jp/en/news/2021/20210611/01.pdf>. [14]
- Korea Stewardship Code Council (2016), “Principles on the Stewardship”, http://www.cgs.or.kr/eng/business/stewardship_tab02.jsp. [11]
- Larcker, D., B. Tayan ve J. Copland (2018), *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, <https://corpgov.law.harvard.edu/2018/06/14/the-big-thumb-on-the-scale-an-overview-of-the-proxy-advisory-industry/>. [22]
- Mooney, A. (2020), *Jobs bonanza in stewardship and sustainable investing teams*, <https://www.ft.com/content/2714da14-c12d-46b2-8ecf-9aba3f665fdf>. [20]
- OECD (2022), *ESG ratings and climate transition: An assessment of the alignment of E pillar*, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/2fa21143-en>. [29]
- OECD (2021), *ESG Investing and Climate Transition: Market Practices, Issues and Policy*, <https://www.oecd.org/finance/ESG-investing-and-climate-transition-market-practices-issues-and-policy-considerations.pdf>. [31]
- OECD (2021), *Financial Markets and Climate Transition: Opportunities, Challenges and Policy*, <https://www.oecd.org/finance/Financial-Markets-and-Climate-Transition-Opportunities-Challenges-and-Policy-Implications.htm>. [30]
- OECD (2021), *OECD Corporate Governance Factbook 2021*, <https://www.oecd.org/corporate/corporate-governance-factbook.htm>. [3]
- OECD (2020), *OECD Business and Finance Outlook 2020: Sustainable and Resilient Finance*, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/eb61fd29-en>. [28]
- OECD (2022a), *Company Groups in India*, <https://www.oecd.org/corporate/ca/Company-Groups-in-India-2022.pdf>. [4]
- Posner, C. (2021), *BlackRock to Permit Some Clients to Vote*, <https://corpgov.law.harvard.edu/2021/10/25/blackrock-to-permit-some-clients-to-vote/>. [21]
- PwC (2021), “Linking executive pay to ESG goals”, [35]

- <https://www.pwc.com/gx/en/issues/esg/exec-pay-and-esg.html>.
- Securities and Exchange Board of India (2019), “Stewardship Code for all Mutual Funds and all categories of AIFs”, https://www.sebi.gov.in/legal/circulars/dec-2019/stewardship-code-for-all-mutual-funds-and-all-categories-of-aifs-in-relation-to-their-investment-in-listed-equities_45451.html. [10]
- Spatt, C. (2019), *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*, <https://corpgov.law.harvard.edu/2019/06/25/proxy-advisory-firms-governance-failure-and-regulation/>. [25]
- The Council of Experts on the Stewardship Code (2020), *Principles for Responsible Institutional Investors -Japan’s Stewardship Code*, <https://www.fsa.go.jp/en/refer/councils/stewardship/20200324/01.pdf>. [26]
- Vanguard (2021), *Global investment stewardship principles*, https://corporate.vanguard.com/content/dam/corp/research/pdf/Global%20investment%20stewardship%20principles_final_112021.pdf?utm_source=everyonesocial&utm_medium=everyonesocial&utm_campaign=everyonesocial&es_id=4e4400481a. [16]
- Vanguard (2021), *Investment Stewardship 2021 Semiannual Report*, https://about.vanguard.com/investment-stewardship/perspectives-and-commentary/inv_stew_2021_semiannual_report.pdf. [19]
- Willis Towers Watson (2021), *ESG and Executive Compensation: Hearing from board members globally*, <https://www.willistowerswatson.com/-/media/WTW/Insights/2021/04/ESG-and-Executive-Compensation-Report-2021.pdf?modified=20210419083740>. [34]