



Şirket Ortaklığı ve Yoğunlaşması

Alejandra Medina
Adriana de la Cruz
Yun Tang

<https://dx.doi.org/10.1787/bc3adca3-en>

OECD Kurumsal Yönetim Çalışma Belgeleri No. 27

Türkçeye çevrilmiş bir OECD yayını

KURUMSAL YÖNETİM ÇALIŞMA BELGESİ SERİSİ

OECD Çalışma Belgeleri, OECD'nin veya üye ülkelerin resmi görüşlerini temsil ettiği şekilde aktarılmamalıdır. 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 çalışmalarını geniş bir kitleye ulaştırmak

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 halel 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 halel getirmez.

İlk olarak OECD tarafından İngilizce olarak şu başlık altında yayınlanmıştır: *Corporate Ownership and Concentration*, Kurumsal Yönetim © OECD 2022, <https://dx.doi.org/10.1787/bc3adca3-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).

Şirket Ortaklığı ve Yoğunlaşması

Yazar

Alejandra Medina, Adriana De La Cruz ve Yun Tang *

Bu çalışma belgesi, dünya genelinde borsaya kayıtlı şirketlerin ortaklık yapılarındaki eğilimleri ve ortaklık yoğunlaşmasındaki artışı belgelemektedir. Rapor, şirket ortaklığında üç ana eğilim tespit etmektedir: özellikle bazı gelişmekte olan piyasalarda şirket grubu yapılarının hakimiyeti; devlet mülkiyetinin devlet kontrolündeki çeşitli yatırımcılar aracılığıyla büyümesi; ve ortaklığın büyük kurumsal yatırımcıların, özellikle de pasif endeks yatırım stratejilerini takip eden yatırımcıların, elinde yeniden yoğunlaşması. Bu çalışmada küresel halka açık pay senedi piyasalarında özel şirketlerin, devletlerin ve kurumsal yatırımcıların şirket ortaklığının kurumsal yönetim üzerindeki etkileri de tartışılmaktadır.

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

Anahtar Kelimeler: şirket ortaklığı, ortaklık yoğunlaşması, kurumsal yönetim, şirket grupları, devlet mülkiyeti, kamu sektörü, kurumsal yatırımcılar.

JEL Sınıflandırma(lar): G23, G32, G34, G38, K22.

* Bu çalışma, OECD Mali ve Kurumsal İşler Direktörlüğü Kurumsal Yönetim ve Kurumsal Finans Bölümü'nden Serdar Çelik'in gözetiminde Alejandra Medina, Adriana De La Cruz ve Yun Tang tarafından hazırlanmıştır. Rapor, OECD Kurumsal Yönetim Komitesi bünyesindeki tartışmalardan yararlanmakta ve delegelerin yorumlarına yer vermektedir.

İçindekiler tablosu

Giriş	6
1 Ortaklık yapısı ve ortaklık yoğunlaşmasına ilişkin eğilimler	7
2 Şirket grupları	11
2.1. Şirket grupları bünyesindeki boraysa kayıtlı şirketler	11
2.2. Tanım, açıklama ve şeffaflık	13
2.3. Yönetim kurullarının şirket gruplarındaki görev ve sorumlulukları	15
2.4. Şirket gruplarında kreditor koruması	16
2.5. İlişkili taraf işlemleri	16
2.6. Önemli konular	18
3 Hakim pay sahibi olarak kamu sektörü	21
3.1. Hakim pay sahibi olarak devletle ilgili zorluklar	22
3.2. Borsaya kayıtlı KİT'lere yönelik düzenleyici yaklaşımlar	24
3.3. Önemli konular	25
4 Ortaklığın kurumsal yatırımcıların elinde yeniden yoğunlaşması	31
4.1. Kurumsal yatırımcı ortaklığına ilişkin eğilimler	31
4.2. Yatırım yapılabirlik endekslerinin kullanımı	33
4.3. Kurumsal yatırımcıların katılımı	34
4.4. Önemli konular	35
4.5. Düzenleyici yaklaşım	38
Kaynakça	41
Ek A. Ülkeye göre ortaklık bilgileri	47
ŞEKİLLER	
Şekil 1.1. Borsaya kayıtlı şirketlerin ve yatırımcı paylarının küresel değerlendirmesi	8
Şekil 1.2. Piyasa değerindeki payı bakımından yatırımcı kategorisine göre ortaklık	9
Şekil 4.1. En büyük 50 kurumsal yatırımcının küresel payları	32
Şekil 4.2. Küçük ve büyük firmalarda ortaklık yoğunlaşması ve paylar	32
Şekil 4.3. Endekste yer alan ve almayan şirketlerdeki kurumsal yatırımcı payları	33

TABLolar

Tablo 1.1. Şirket düzeyinde en büyük 3 yatırımcının ortaklık yoğunlaşması	10
Tablo 2.1. �lkeye göre bir Şirket grubu yapısı bünyesindeki borsaya kayıtlı Şirketler	12
Tablo 2.2. Piyasa değerindeki payı açısından borsaya kayıtlı Şirketlerin sahipleri olarak kuruluşlar	13
Tablo 2.3. Borsaya kayıtlı yerli Şirketlerdeki apraz pay sahiplikleri	13
Tablo 2.4. Borsaya kayıtlı tüm Şirketler için zorunlu ve/veya ihtiyari açıklama hükümleri	14
Tablo 3.1. Devlet kontrolündeki borsaya kayıtlı Şirketler	22
Tablo 3.2 Borsaya kayıtlı K�T'ler için yönetim rejimi	24
Tablo 4.1. Varlık yöneticilerinin kılavuzluk ekipleri	34

Giriş

Bu çalışma belgesi, ortaklık yapılarındaki ana eğilimlerle sorunları ve bunların kurumsal yönetim düzenlemelerinin hazırlanıp uygulanması üzerindeki etkilerini gözden geçirmektedir. Bu çalışma aynı zamanda OECD Kurumsal Yönetim Komitesi'nin kurumsal yönetim alanında uluslararası bir standart olan *G20/OECD Kurumsal Yönetim İlkeleri*'ni (G20/OECD İlkeleri) gözden geçirme çalışmalarını da desteklemektedir. G20/OECD İlkeleri, politika yapıcıların kurumsal yönetim için yasal, düzenleyici ve kurumsal çerçeveyi değerlendirmelerine ve geliştirmelerine yardımcı olur. Bu nedenle bu çalışma, dünya genelinde borsaya kayıtlı şirketlerin ortaklık yapılarına ilişkin eğilimlere ve ortaklık yoğunlaşmasındaki artışa odaklanmaktadır. Küresel halka açık hisse senedi piyasalarında özel şirketlerin, devletlerin ve kurumsal yatırımcıların şirket ortaklığının önemini ve etkilerini ele almaktadır.

Bu belgede ele alınan konular, OECD tarafından son yıllarda dünya genelindeki borsaya kayıtlı şirketlerin ortaklık yapıları üzerine yürütülen kapsamlı çalışmaların sonucudur. Geçtiğimiz on yıl boyunca, birçok piyasada halka açık şirketlerdeki ortaklık yoğunlaşmasında bir artış görülmüştür. Bu gelişme küresel bir nitelikte olmakla birlikte, şirket düzeyinde en büyük pay sahiplerini oluşturan farklı pay sahibi kategorileri açısından önemli ülke ve bölge farklılıkları bulunmaktadır. Üç ana eğilim vardır: birincisi, özellikle bazı gelişmekte olan piyasalarda şirket grubu yapılarının hakimiyeti; ikincisi, devlet kontrolündeki çeşitli yatırımcılar aracılığıyla devlet mülkiyetindeki büyüme; ve üçüncüsü, ortaklığın büyük kurumsal yatırımcıların, özellikle de pasif endeks yatırım stratejilerini takip eden yatırımcıların elinde yeniden yoğunlaşması.

Bu çalışma aşağıdaki şekilde düzenlenmiştir: Bölüm 1'de borsaya kayıtlı şirketlerin ortaklık yapısına genel bir bakış sunulmaktadır; Bölüm 2'de bir şirketin hakim pay sahibi olmasından ve daha da önemlisi borsaya kayıtlı şirketlerin bir şirket grubunun bünyesinde olmasından kaynaklanan temel sorunlar tartışılmaktadır; Bölüm 3'te borsaya kayıtlı şirketlerin hakim pay sahibi olarak devletle ilgili temel sorunlar açıklanmakta ve kamu sektörü kontrolündeki şirketlere yönelik düzenleyici yaklaşımlar tartışılmaktadır; Bölüm 4'te ise bazı gelişmiş piyasalarda ortaklığın kurumsal yatırımcıların elinde yeniden yoğunlaşması ve bundan kaynaklanan temel sorunlar ele alınmaktadır.

1 Ortaklık yapısı ve ortaklık yoğunlaşmasına ilişkin eğilimler

Günümüz pay senedi piyasalarının iki önemli özelliği bulunmaktadır: borsaya kayıtlı şirketlerde yoğunlaşmış ortaklığın yaygınlığı ve ülkeler arasında çok çeşitlik gösteren ortaklık yapıları. Bununla birlikte, tarihsel olarak, kurumsal yönetim tartışmalarının çoğu, pay sahiplerinin ve yöneticilerin çıkarlarını uyumlaştırma zorluğunun hakim olduğu dağıntık ortaklık durumlarına odaklanmıştır. Sonuç olarak, borsaya kayıtlı şirketlerin çoğunda münferit pay sahiplerinin, aksiyon almak veya performansı izlemek için yatırım yapma maliyetini garanti edemeyecek kadar küçük bir paya sahip olabileceği uzun zamandır varsayılmaktadır.

Son gelişmeler daha ziyade borsaya kayıtlı şirketlerin ortaklık yapılarını konsantre ortaklık modellerine doğru dönüştürmektedir. Buna katkıda bulunan ilk faktör, Asya şirketlerinin pay piyasalarındaki öneminin artmasının sonucunda borsaya kayıtlı şirketlerin kompozisyonundaki değişimdir. 2009 ve 2019 yılları arasında, dünyadaki tüm halka açık öz sermayenin %47'si Asya'daki şirketler tarafından sağlanmıştır. Bu oran 1990'larda %22 iken belirgin bir artış göstermiştir. Sonuç olarak, Asya bir bölge olarak 2020 sonu itibarıyla dünya genelindeki toplam şirket sayısının %54'üne ev sahipliği yaparak, borsaya kayıtlı şirket sayısı bakımından en büyük pay senedi piyasası haline gelmiştir. Asya şirketleri, bir şirket, aile ya da devlet gibi bir hakim pay sahibinin sahipliğiyle karakterize edildiğinden, gelişmekte olan Asya piyasalarındaki yeni borsa kayıtları açısından dünya ölçeğindeki gelişmeler, kontrol edilen şirketlerin hakimiyetini artırmıştır.

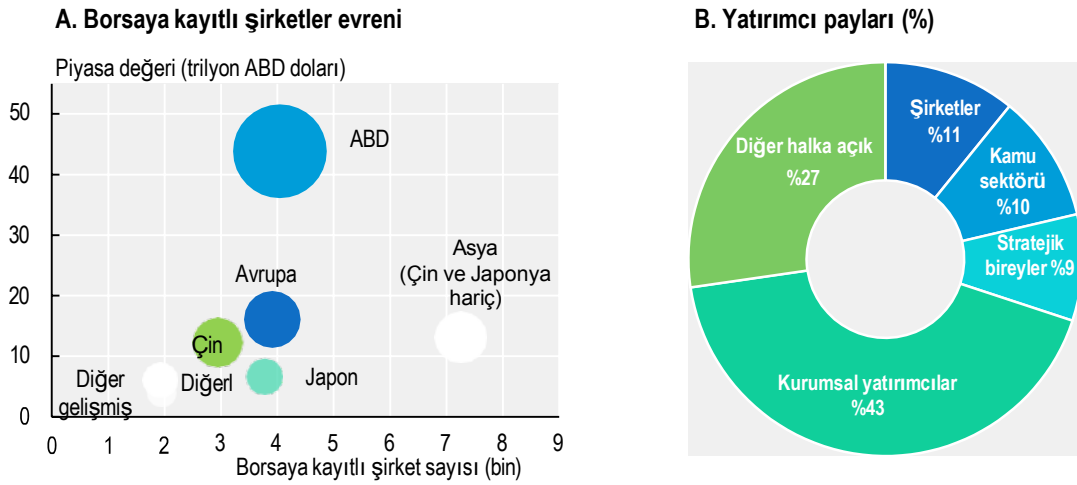
Şirket düzeyinde yoğunlaşmayı etkileyen ikinci faktör ise kurumsal yatırımcıların sayısındaki artış olmuştur. OECD bölgesinde emeklilik fonları ve sigorta şirketleri tarafından yönetilen varlıklar, 2000 yılında GSYH'nin %65'ini temsil ederken 2019'da %119'a yükselmiştir. Kurumsal yatırımcılar tarafından yönetilen varlıklar son yirmi yılda artarken, OECD ekonomilerindeki birçok şirket halka açık pay senedi piyasalarını terk etmiştir. Özellikle, 2005-19 döneminde Avrupa şirketlerinin yaklaşık 8.000'i, ABD şirketlerinin 5.000'den fazlası ve Japon şirketlerinin yaklaşık 1.300'ü borsadan silinmiştir. Bütün OECD bölgesi için, bu borsadan çıkmalar yeni kaydolan şirketlerin sayısından daha fazla olmuş ve 2008 ile 2019 yılları arasında borsaya kayıtlı şirketlerin sayısının her yıl net bir şekilde düşmesine yol açmıştır (OECD, 2021^[1]). Bu eğilimlerin sonucu olarak, kurumsal yatırımcılardan gelen artan miktardaki para, daha az sayıda şirkete tahsis edilmiştir.

Bu gelişme, piyasa değeri açısından açık ara en büyük halka açık pay senedi piyasası olan Amerika Birleşik Devletleri'nde özellikle öne çıkmıştır. Amerika Birleşik Devletleri'nde kurumsal yatırımcılar 1970'lerin başlarında ABD pay senedi piyasasının %20'sinden daha azını elinde tutuyordu (Fichtner, 2020^[2]). Bugün bu oran %68'idir. Aynı zamanda, son 20 yıl içinde ABD pay piyasasına kayıtlı şirket sayısı yaklaşık %50 oranında azalmıştır (ABD Hazine Bakanlığı, 2017^[3]). Bu durum, genel olarak, kurumsal yatırımcıların yönetilen varlıklarındaki artışın, atomik dağıntık mülkiyetin norm olarak kabul edildiği ülkelerde şirket düzeyinde sahiplik yoğunlaşmasını da artırdığını göstermektedir.

Ortaklık yoğunlaşmasındaki artışa katkıda bulunan üçüncü faktör, 1990'lardan bu yana birçok devlet şirketinin pay piyasasına kaydedilerek kısmen özelleştirilmesidir. Birçok durumda, pay piyasalarına kayıt yoluyla özelleştirme, bir kontrol değişikliğine yol açmamıştır ve bugün devletler, özellikle Asya'daki gelişmekte olan piyasalarda, pay piyasasına kayıtlı çok sayıda şirkette kontrol hissesine sahiptir. Küresel olarak, kamu sektörü 2020 sonu itibarıyla borsaya kayıtlı 10,7 trilyon ABD doları tutarında pay senedine sahipken bu rakam küresel piyasa değerinin neredeyse %10'una denk gelmektedir.

Bu gelişmelerin bir sonucu olarak, ortaklık ortamı, artık ortaklığın dağınık bir yapıya sahip olduğu şeklindeki sermaye varsayımına uymayan bir yapıya dönüşmüştür. Borsaya kayıtlı şirketlerdeki ortaklık yapısının daha iyi anlaşılması için yatırımcılar beş kategoride sınıflandırılabilir: özel kuruluşlar ve holding şirketleri ("kuruluşlar"); kamu sektörü; stratejik bireyler ve aileler ("stratejik bireyler"); kurumsal yatırımcılar; ve perakende yatırımcılar da dahil olmak üzere diğer halka açık yatırımcılar ("diğer halka açık yatırımcılar") (De La Cruz, Medina ve Tang, 2019^[4]). Kurumsal yatırımcılar, 44 trilyon ABD dolarına denk gelen küresel piyasa değerinin %43'ünü elinde bulunduran en büyük yatırımcı kategorisidir. Kuruluşlar, kamu sektörü ve stratejik bireyler, küresel borsada işlem gören pay senetlerinin sırasıyla %11, %10 ve %9'unu oluşturmaktadır. "Diğer halka açık" kategorisi esas olarak doğrudan perakende yatırımları ve kurumsal yatırımcıların açıklama eşiklerinin altında kalan paylarını kapsamaktadır.

Şekil 1.1. Borsaya kote şirketlerle yatırımcı paylarının küresel değerlendirilmesi, 2020 sonu

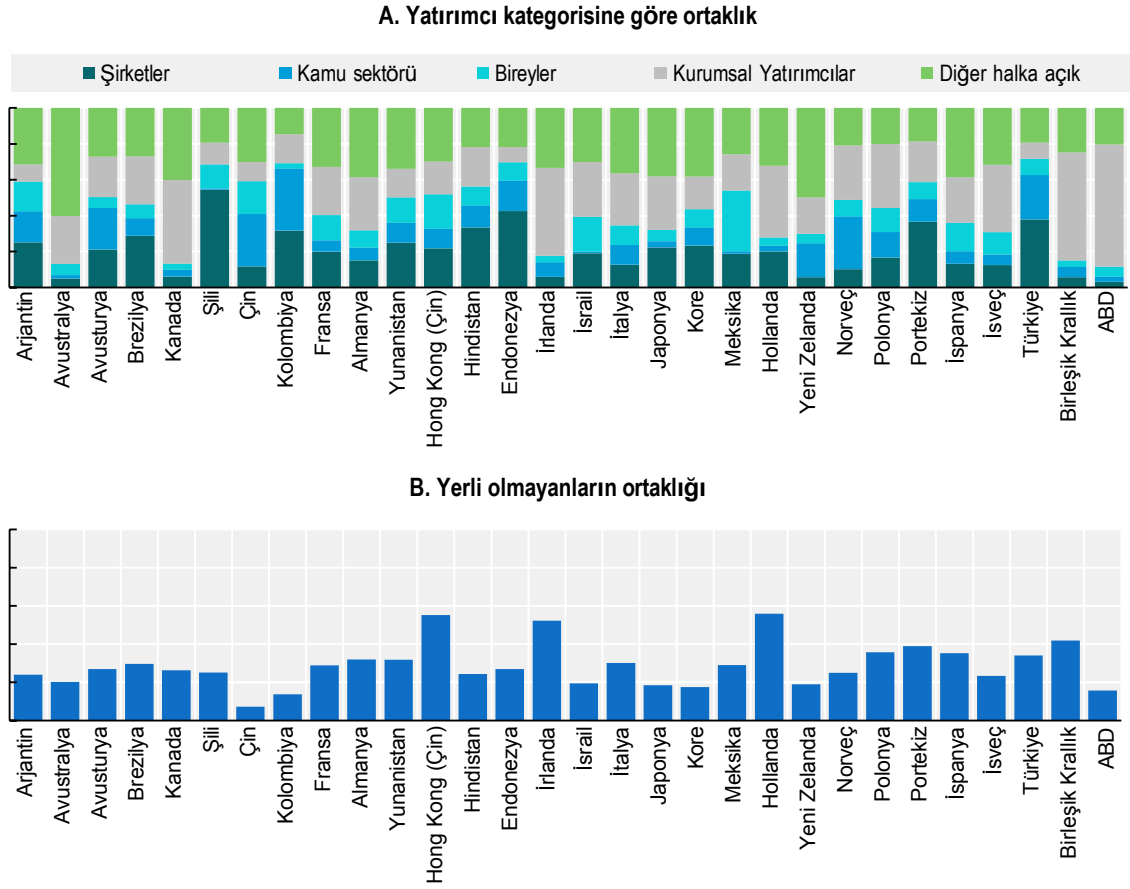


Not: Panel A, 92 piyasadan borsaya kayıtlı 25.766 şirket için piyasa değerini ve kayıtlı şirket sayısını gösterirken balon büyüklüğü küresel piyasa değeri içindeki paylarını temsil etmektedir. Panel B, sahip kategorilerine göre genel ortaklık dağılımını göstermektedir.

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

Her bir yatırımcı kategorisinin göreceli önemi açısından ülkeler arasında önemli farklılıklar bulunmaktadır. Şili, Endonezya, Türkiye ve Hindistan'daki kuruluşlar borsada işlem gören pay senetlerinin üçte birinden fazlasına sahip olan önemli yatırımcılardır; Kolombiya, Norveç ve Çin Halk Cumhuriyeti'nde (bundan sonra 'Çin' olarak anılacaktır) ise kamu sektörü borsada işlem gören pay senetlerinin yaklaşık %30'una sahiptir. Kurumsal yatırımcılar Amerika Birleşik Devletleri, Birleşik Krallık, İrlanda, Kanada ve Hollanda'da en büyük paya sahiptir. Son yıllarda, özellikle bazı gelişmiş piyasalarda, yerli olmayan yatırımcıların ortaklığı önemli ölçüde artmıştır. Örneğin, İrlanda, Hollanda ve Birleşik Krallık'ta borsada işlem gören pay senetlerinin yerli olmayan ortaklar toplam piyasa değerinin %40'ı ile %60'ı arasında değişmektedir.

Şekil 1.2. Piyasa değerinin payı olarak yatırımcı kategorisine göre ortaklık, 2020 sonu



Not: Tüm ülkeler için ayrıntılı bilgi Ek'te verilmiştir.

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

Günümüzde çoğu piyasadaki ortaklık yapısı, şirket düzeyinde oldukça yüksek bir yoğunlaşma ile karakterize edilse de, en büyük ortakları teşkil eden ortaklık kategorileri açısından önemli farklılıklar bulunmaktadır.

Tablo 1.1 ve Tablo A A.3 tüm yatırımcı kategorilerinde ve kategorilere göre ilk üç yatırımcının ortaklık yoğunlaşmasını göstermektedir. En düşük yoğunlaşma seviyesinin bulunduğu ülkelerde bile ilk üç yatırımcı, borsaya kayıtlı şirketlerin paylarının ortalama üçte birinden fazlasına sahiptir. Daha da önemlisi, 34 ülkede en büyük üç yatırımcının ortalama birleşik payları şirket paylarının yarısından fazlasını temsil etmektedir.

Borsaya kayıtlı şirketlerin sadece özel şirket sahipleri dikkate alındığında, 20 ülkede ilk üç şirket, şirket paylarının ortalama %25'inden fazlasını elinde bulundurmaktadır. Kamu sektörü, borsaya kayıtlı şirketlerin ortaklığını daha az sayıda piyasada yoğunlaştırmaktadır. Ancak Slovenya, Litvanya, Romanya ve Çin gibi ülkelerde en büyük üç kamu sektörü yatırımcısı, borsaya kayıtlı şirketlerdeki payların ortalama %15'inden fazlasına sahiptir. Stratejik bireyler Fransa, Norveç, İtalya, Almanya ve İspanya'nın da aralarında bulunduğu 16 ülkede borsaya kayıtlı şirketlerin payların ortalama %20'sinden fazlasına sahiptir. En büyük yatırımcı kategorisi olan kurumsal yatırımcılar, en büyük piyasalardan bazılarında borsaya kayıtlı şirketlerde önemli hisselerine sahiptir. Amerika Birleşik Devletleri, Birleşik Krallık, Polonya, İsveç ve Norveç'teki en büyük üç kurumsal yatırımcı, borsaya kayıtlı şirketlerdeki payların ortalama olarak en az %15'ine sahiptir.

Tablo 1.1. Şirket düzeyinde ilk 3 yatırımcıya göre ortaklık yoğunlaşması, 2020 sonu

	Tüm yatırımcılar arasında ilk 3 (%)		İlk 3 kuruluş (%)		İlk 3 kamu sektörü (%)		İlk 3 birey (%)		İlk 3 kurumsal yatırımcı (%)
Rusya	79,7	Kolombiya	52,2	Slovenya	29,4	Hong Kong (Çin)	34,7	İzlanda	30,2
Hırvatistan	75,3	Şili	51,3	Rusya	25,9	Meksika	32,3	ABD	23,5
Litvanya	73,1	Endonezya	46,5	Litvanya	25,8	Litvanya	28,7	Romanya	22,7
Endonezya	71,7	Türkiye	45,2	Romanya	17,4	İsrail	28,2	Birleşik Krallık	22,6
Şili	69,4	Portekiz	43,7	Çin	16,1	Çin	27,6	Danimarka	21,7
Kolombiya	69,2	Hırvatistan	41,7	Hırvatistan	13,9	Yunanistan	27,2	Hollanda	20,1
Türkiye	66,7	Bulgaristan	39,3	Arjantin	11,5	Polonya	26,0	Polonya	18,0
Arjantin	66,7	Estonya	34,0	Yeni Zelanda	11,3	İspanya	25,0	İsveç	17,3
Romanya	65,7	Rusya	32,0	Güney Afrika	11,0	Kore	23,4	İrlanda	17,3
Portekiz	64,5	Arjantin	31,7	Avusturya	11,0	Arjantin	22,2	İsrail	16,4

Not: Tablo, genel olarak ve yatırımcı kategorilerine göre ilk üç yatırımcının ortalama birleşik paylarını göstermektedir. Tab loda yalnızca en yüksek yoğunlaşma seviyelerini gösteren on ülke için bilgi verilmektedir. Tüm ülkelere ilişkin bilgiler Ek'te bulunabilir. Kaynak: OECD Sermaye Piyasası Serisi veri seti, FactSet, Thomson Reuters, Bloomberg.

2 Şirket grupları

Şirket grupları ekonomik büyümeyi ve istihdamı, ölçek ekonomileri ve sinerjiler yoluyla destekleyebilir. Uygun şekilde yönetildikleri takdirde, sınır ötesi yatırımları ve operasyonları çok uluslu şirketler aracılığıyla teşvik edebilirler ve fikri mülkiyet haklarının korunması açısından faydalıdırlar. Dış finansman ihtiyacının azalması, daha düşük bilgi asimetrisi, daha düşük işlem maliyetleri ve sözleşme yaptırım araçlarına daha az bağımlılık, şirket gruplarının diğer faydalarıdır. Benzer şekilde, borsaya kayıtlı iştiraklerin veya kayıtlı olmayan ortak girişimlerin kurulması, yöneticileri inovasyon yapmaya daha iyi özendirerek ve başarılarının pay sahipleri tarafından tanınmasını sağlayarak girişimciliği teşvik edebilir (OECD, 2020^[5]).

Japonya Ekonomi, Ticaret ve Sanayi Bakanlığı tarafından 2018 yılında yapılan bir ankette, ana şirketler tarafından borsaya kayıtlı iştiraklere sahip olmaya ilişkin dört gerekçe belirtilmiştir. Bu faydalar arasında iştirak çalışanlarının motivasyonunun artırılması, borsaya kayıtlı bir şirket olmanın getirdiği yüksek statü ve marka değerinin korunması, iştirakte yüksek vasıflı yeteneklerin işe alınması ve iştirak ortaklarıyla iş güveninin artırılması yer almaktadır (OECD, 2020^[5]). OECD ve Hindistan Menkul Kıymetler ve Borsa Kurulu (SEBI) tarafından 2021 yılında gerçekleştirilen bir anket, ankete katılan şirketlerin yarısından fazlasının ölçek ekonomileri ve kaynak tahsisinde verimlilik nedeniyle kendilerini bir grup olarak organize ettiğini göstermektedir (OECD, 2022^[6]).

Şirket grupları, bağımsız şirketlerle aynı temsiliyet sorunlarıyla karşı karşıyadır. Hakim pay sahipleri olan ana şirketler, kontrole özgü faydaları diğer pay sahiplerinin zararına olacak şekilde elde etme eğiliminde olabilirler. Grup üyeleri arasında ilişkili taraf işlemlerine sıkça rastlanırken grup yapısı ne kadar karmaşıkça, bu işlemlerin şeffaf olmayan bir şekilde gerçekleştirilmesi riski de o kadar yüksek olmaktadır. Nakit havuzu, ortak borçlanma, çapraz garantiler, ortak markalaşma, fikri mülkiyet kullanımı ve ortak hizmetler gibi grup içi faaliyetler de şirket gruplarında sıkça görülmektedir. Yeni iş fırsatlarının örtüşen faaliyetlere sahip farklı grup üyelerine tahsis edilmesi durumunda da çıkar çatışmaları ortaya çıkabilir.

Şirket gruplarında temsille ilgili olmayan sorunlar da mevcuttur. Özellikle, hakim şirket gruplarının dahili bir sermaye piyasasına sahip olduğu ülkelerde sermaye piyasalarının işleyişi zarar görebilir. İlişkili şirket ağları da aynı pazarda rekabet ettiklerinde veya aynı tedarik zincirinde yer aldıklarında rekabeti engelleyebilir. Ayrıca şirket grupları, lobcilik ve yolsuzluk gibi gücün daha az elde toplanmasıyla bağlantılı olumsuz etkilerle de ilişkilendirilmektedir.

2.1. Şirket grupları bünyesindeki borsaya kayıtlı şirketler

Tablo 2.1 farklı ülkelerdeki şirket gruplarına ilişkin ana özellikleri karmaşıklıklarını gösterecek şekilde açıklamaktadır. Analizde, her bir ülkede borsaya kayıtlı en büyük 50 şirkete odaklanılmakta ve bu şirketlerin OECD-ORBIS Kurumsal Finansman veri seti kapsamındaki borsaya kayıtlı olan ve olmayan şirketler evrenindeki grup yapıları tanımlanmaktadır. Tablonun ikinci sütunu, grubun nihai ana şirketi olan borsaya kayıtlı şirketlerin yüzdesini göstermektedir. Ortalama olarak, borsaya kayıtlı şirketlerin üçte ikisi gruptaki ana şirkettir. Borsaya kayıtlı şirketlerin geri kalan üçte biri gruba bir iştirak olarak bağlıdır (sütun 3). Borsaya kayıtlı şirket grubun bir iştiraki olduğunda, genellikle doğrudan ana şirkete aittir veya ana şirketten en fazla iki katman uzaktadır. Grubun ana şirketi olmayan borsaya kayıtlı şirketlerin ortalama %31'inin nihai ana şirketi borsaya kayıtlı başka bir şirket iken (sütun 4), geri kalanının (%69) nihai ana şirketi borsaya kayıtlı olmayan şirketlerdir (sütun 5).

Ülkeler arasında büyük farklılıklar vardır. Şili'de borsada işlem gören en büyük 50 şirketin yarısından fazlası (%56) bir iştirak olarak bir gruba aitken, geri kalanı grubun ana şirketidir; Kore'de ise %88'i grup yapısının ana şirketidir.

Şirket gruplarında farklı ülkelerde kurulmuş çeşitli katmanları ve iştirakleri içeren karmaşık yapılar da bulunmaktadır. Bir gruptaki katman sayısı, nihai ana firmayla iştirakleri arasındaki en uzun zinciri temsil etmektedir. Dolayısıyla, bir gruptaki daha çok sayıda katman (sütun 7) daha karmaşık bir yapıyı yansıtmaktadır. Hindistan ve Vietnam gibi bazı ülkelerde grup yapısı daha az karmaşık olup, şirket katmanlarının medyan sayısı üç ila beş arasında değişirken, Fransa'da bir şirket grubundaki medyan katman sayısı dokuzdur. Bağlı ortaklıkların sayısı ve kompozisyonu da ülkeler arasında farklılık göstermektedir. Fransa'da, 40 farklı ülkede kurulmuş olan grup iştiraklerinin ortalama sayısı 340'tır. Almanya'da bu sayı 162'dir ve iştirakler 31 farklı ülkede kurulmuş durumdadır. Tersine, Endonezya'da bir şirket grubunun genel olarak çok daha az sayıda (dokuz) iştiraki vardır ve bunlar sadece üç ülkede kurulmuştur.

Tablo 2.1. Ülkeye göre bir şirket grubu yapısı bünyesinde borsada işlem gören şirketler, 2019

	(2) Grubun nihai ana ortağı olan borsaya kayıtlı şirketlerin payı	(3) Grup içinde borsada işlem gören iştirak olan şirketlerin payı	Sütun (3)'ün yüzdesi olarak			(7) Grup yapısında ki katman sayısı (medyan)	(9) Gruptaki iştirak sayısı (medyan)	(10) Gruptaki finansal iştirak sayısı (medyan)	(11) En az bir grup şirketinin kurulu olduğu ülkelerin sayısı (medyan)
			(4) Ana ortağı borsaya kayıtlı olan borsaya kayıtlı şirketlerin payı	(5) Ana ortağı borsaya kayıtlı olmayan borsaya kayıtlı şirketlerin payı	(6) Ana şirketi yurt içinde bulunmayan borsaya kayıtlı şirketlerin payı				
Belçika	%70	%30	%27	%73	%27	6	52	5	14
Brezilya	%60	%40	%40	%60	%45	6	28	4	4
Şili	%44	%56	%57	%43	%43	7	24	8	7
Fransa	%76	%24	%8	%92	%17	9	340	49	40
Almanya	%82	%18	%33	%67	%22	8	162	33	31
Hindistan	%68	%32	%25	%75	%25	5	36	6	6
Endonezya	%42	%58	%28	%72	%62	5	9	5	3
İtalya	%58	%42	%19	%81	%24	6	60	7	11
Japonya	%94	%6	%67	%33	%33	6	92	7	22
Portekiz	%52	%48	%0	%100	%14	5	25	6	4
Rusya	%58	%42	%33	%67	%38	5	87	11	4
Singapur	%58	%42	%19	%81	%43	8	108	58	8
Kore	%88	%12	%67	%33	%17	4	22	3	6
İspanya	%66	%34	%24	%76	%47	6	90	14	16
Vietnam	%74	%26	%23	%77	%15	3	12	2	1

Not: Tablo, borsada işlem gören en büyük 30 şirketin kullanıldığı Portekiz hariç, her bir ülkede borsada işlem gören en büyük 50 şirket için grup yapısının özelliklerini göstermektedir. Sütun 7'den sütun 11'e kadar rapor edilen değerler, ilgili ülkede kullanılan örneklemin medyan değeridir. Ana şirketin doğrudan veya dolaylı olarak öz sermayesinin %25'inden fazlasına sahip olduğu ve pozitif varlıklar raporlayan tüm ilişkili şirketler analize dahil edilmiştir.

Kaynak: OECD-ORBIS Kurumsal Finansman veri seti.

Şirket grubu yapılarının bu şekilde nitelendirilmesi, piramitsi ortaklığın kullanımını yansıtmaktadır. Ancak, sağlanan bilgiler öz kaynak paylarına dayanmaktadır ve grup yapısının bir parçası olarak kabul edilmek için kullanılan asgari sınır iştirakteki öz kaynakların %25'idir. Bu nedenle tablo, daha da karmaşık bir tablo sunabilecek çift sınıflı payların etkilerini dikkate almamaktadır.

Borsada işlem gören kuruluşlar da genellikle borsada işlem göre diğer şirketlere aittir. Tablo 2.2 borsaya kote diğer şirketlerin borsaya kote ettiği şirketlerdeki payların her bir ülkedeki toplam piyasa değerindeki oranını göstermektedir.

Genel şirket ortaklığı oranının yüksek olduğu ülkelerde, borsada işlem gören diğer şirketlerin ortaklık oranı da yüksektir. Ancak, bu örneklerin çoğunda, bu şirketlerin sahipleri borsaya kayıtlı yerli olmayan şirketlerdir. Bu durum özellikle, borsaya kayıtlı birçok şirketin borsaya kayıtlı yerli olmayan şirketlerin iştiraki olduğu Hırvatistan ve Şili'de geçerlidir.

Tablo 2.2. Piyasa değerindeki payı açısından borsaya kayıtlı şirketlerin sahipleri olarak kuruluşlar, 2020 sonu

	Borsaya kote şirketlerin piyasa değeri	Borsaya kote olmayan şirketlerin piyasa değeri		Borsaya kote şirketlerin piyasa değeri	Borsaya kote olmayan şirketlerin piyasa değeri
Hırvatistan	%47	%10	Japonya	%18	%4
Şili	%38	%16	Güney Afrika	%17	%3
Portekiz	%28	%9	Hollanda	%17	%3
Türkiye	%25	%13	Meksika	%17	%2
Kolombiya	%25	%7	Hong Kong (Çin)	%16	%6
Endonezya	%24	%19	Hindistan	%16	%18
Litvanya	%23	%5	Arjantin	%15	%10
Romanya	%22	%8	Yunanistan	%15	%10
Kore	%21	%2	Belçika	%14	%12
Brezilya	%19	%10	Polonya	%14	%3

Not: Tablo, borsada işlem gören şirket ortaklığına göre ilk 20 ülkeye ait bilgileri göstermektedir. Daha fazla ülkeye ilişkin ayrıntılı bilgi Ek'te bulunabilir.

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

Konuyla ilgili ancak daha az yaygın olan bir diğer durum da borsaya kayıtlı şirketler arasındaki çapraz pay sahiplikleridir. Bazı piyasalarda, azınlık pay sahiplerinin etkisini azaltırken stratejik karar alma üzerinde kontrol sağlamaya yardımcı olmak ve grup iştiraklerini düşmanca devralmalardan korumak için oy hakları havuzu oluşturmak için kullanılır. Tablo 2.3'te gösterildiği üzere, Japonya'da borsaya kayıtlı şirketler arasında çapraz pay sahiplikleri yaygındır ve ülkenin toplam piyasa değerinin %6,3'ünü oluşturmaktadır. Macaristan ve Kolombiya'da ise bu rakam sırasıyla %5,1 ve %3,5'tir. Çapraz pay sahiplikleri diğer piyasalarda daha az yaygınken borsada işlem gören yerli şirketlerin piyasa değerinin %1'i veya daha azını oluşturmaktadır.

Tablo 2.3. Borsada işlem gören yerli şirketlerdeki çapraz pay sahiplikleri, 2020 sonu

	Karşılıklı çapraz pay sahipliklerinin payı (piyasa değerinin payı olarak)		Çapraz pay sahipliklerinin payı (piyasa değerinin payı olarak)
Japonya	%6,3	Şili	%0,7
Macaristan	%5,1	Hindistan	%0,6
Kolombiya	%3,5	Rusya	%0,4
Avusturya	%1,1	Kore	%0,4
İtalya	%0,9	İsrail	%0,2

Not: Tablo, borsada işlem gören yerli şirketlerde çapraz pay sahipliklerinin bulunduğu ilk 10 ülkeye ilişkin bilgileri göstermektedir.

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

2.2. Tanım, açıklama ve şeffaflık

Şirket gruplarının tanımı ülkeler arasında farklılık göstermektedir. Yasa veya yönetmelikte açıkça ifade edilebileceği gibi, ana şirket veya bir dizi iştirak gibi bir şirket grubunun ana bileşenlerine yapılan atıflar yoluyla dolaylı olarak da ifade edilebilir.

Şirket gruplarının tanım kaynakları, diğerlerinin yanı sıra şirketler hukuku veya yönetmeliği, menkul kıymetler kanunu veya yönetmeliği, listeleme kuralları ve ulusal kurumsal yönetim kodlarını içerebilir (OECD, 2020^[5]).

Şirket grupları en çok şirketler hukukunda (2020'de ankete katılan 45 ülkeden 30'u), ardından menkul kıymetler hukukunda (21 ülke), kotasyon kurallarında (9) ve ulusal kurumsal yönetim kodunda (3) tanımlanmaktadır. Genel olarak, şirket grupları 23 ülkede birden fazla kaynaktan tanımlanmıştır. Örneğin Finlandiya'da şirket grupları dört kaynaktan da tanımlanmıştır. Vergi hukuku, iflas hukuku ve bankacılık düzenlemeleri de 13 ülke tarafından dile getirilmiştir. Daha da önemlisi, yasal veya düzenleyici rejimlerde bir tür tanım sağlanmış olsa da, beş ülkede şirket gruplarının açık bir tanımı yoktur (Kanada, Çin, İtalya ve İsviçre). İtalyan şirketler hukukunda bir şirketler grubu tanımı bulunmamasıyla birlikte, İtalyan Medeni Kanunu, ana şirketleri tarafından "yönlendirilen ve koordine edilen" iştirakler için kurallar belirlemektedir (OECD, 2020^[5]). Ayrıca, 2022 yılında İtalya Kriz ve İflas Kodu resmi bir "işletmeler grubu" tanımı getirmiştir. Tanım, İtalyan Medeni Kanunu'nda yukarıda belirtilen kurallara doğrudan atıfta bulunmakta ve böylece bu tür bir yönlendirme ve koordinasyon faaliyeti yürüten veya bu faaliyete tabi olan işletmeleri kapsamaktadır (Gazzetta Ufficiale, 019^[7]).

Farklı ülkelerde borsaya kayıtlı şirketler için şirket grubu yapıları ve grup içi faaliyetlere ilişkin temel şeffaflık gereklilikleri, IFRS'e dayalı konsolide mali tablolara ve yıllık raporlarda başlıca pay sahipliklerinin açıklanmasına dayanmaktadır. Bu ortak özelliğe rağmen, diğer hususların yanı sıra ortaklığa ilişkin açıklama, kilit pay sahipleri arasındaki ilişkiler, grup yapıları ve yönetim politikalarında ihtiyaç duyulan netlik düzeyi konusunda net bir fikir birliği bulunmamaktadır. Örneğin, şirket grubu yapılarının açıklanması, 2020 OECD şirket grupları incelemesi kapsamındaki ülkelerin dörtte üçünden fazlasında zorunlu iken, yedisinde (Kosta Rika, İrlanda, Letonya, Singapur, Güney Afrika, İsveç ve Türkiye) herhangi bir hüküm bulunmamaktadır. Kolombiya'da ikinci ve üçüncü seviyedeki grup yapılarının düzenleyici otoriteye açıklanması zorunluken Japonya'da ihtiyari açıklama uygulaması vardır. Yetki bölgelerinin yarısında, çapraz pay sahiplikleri için herhangi bir açıklama zorunluluğu bulunmamaktadır (Tablo 2.4).

Tablo 2.4. Borsaya kayıtlı tüm şirketler için zorunlu ve/veya ihtiyari açıklama hükümleri

(Ülke sayısı)	Çoğunluk pay sahipliği	Gerçek (nihai) sahipler	Şirket grubu yapıları	Özel oy hakları	Pay sahibi sözleşmeleri	Çapraz pay sahiplikleri	Yönetim kurulu üyelerinin pay sahiplikleri
Sadece düzenleyici kurum/otoriteler için zorunludur	1	7			2	1	3
Düzenleyici/otoriteler için zorunlu, kamusal açıdan ihtiyari	1	3	1	1			2
Kamusal açıdan zorunlu	43	32	36	37	33	22	36
Kamusal açıdan ihtiyari		2	1		2	1	3
Hiçbiri		1	7	7	8	21	1
Toplam ülke sayısı	45	45	45	45	45	45	45

Kaynak: OECD (2020^[5]), *Duties and Responsibilities of Boards in Company Groups*, <https://doi.org/10.1787/859ec8fe-en>.

Borsada işlem gören ana şirketlerin grup yönetim yapıları ve politikalarının yanı sıra iştiraklerinin şeffaflığına ilişkin açıklama hükümleri ülkeler arasında yaygındır. Yine de bu hükümler, borsaya kayıtlı şirketler için kendi yönetimlerini ve konsolide finansal raporlamalarını açıklamak gibi genel gerekliliklerle sınırlı görünmektedir. Bununla birlikte, bazı ülkelerde daha ayrıntılı hükümler mevcuttur. Örneğin İsviçre'de ihraççılar, borsaya kayıtlı olan ve olmayan iştirakler de dahil olmak üzere operasyonel grup yapısını açıklamak zorundadır.

Birçok ülkede iştirak şirketler için açıklama gereklilikleri bulunmaktadır. Bu gereklilikler, söz konusu grup üyesinin diğer grup şirketleriyle olan ilişkisinin ana yönlerini kapsayan özel bir rapor (Kolombiya, Çek Cumhuriyeti, Letonya, Slovenya ve Türkiye) veya ulusal kurumsal yönetim kurallarına dayalı olarak grup ilişkilerinin önemli özellikleri hakkında faaliyet raporunda bir açıklama (İtalya, İspanya) şeklinde olabilir.

Ancak, ankete katılan hiçbir ülkede borsaya kayıtlı şirketlerin iştiraklerinin yönetim yapısı hakkında ayrıntılı bilgi sağlamak için herhangi bir yasal veya düzenleyici gereklilik bulunmamaktadır.

2.3. Yönetim kurullarının şirket gruplarındaki görev ve sorumlulukları

Yönetim kurullarının görev ve sorumlulukları, şirket gruplarının düzenlenmesi açısından kilit öneme sahiptir. Birçok ülkede, yönetim kurulu üyelerinin özen ve sadakat yükümlülükleri yalnızca yönetim kurulunda yer aldıkları şirkete karşıdır. Hong Kong (Çin), İrlanda, İsrail, Yeni Zelanda, Birleşik Krallık ve Amerika Birleşik Devletleri gibi teamül hukukuna dayalı ülkeler bu yaklaşımı izlemektedir (OECD, 2020^[5]). Örneğin, İrlanda'da mevzuat, bir iştirakin yönetim kurulu üyelerinin bağlı ortaklığı özerk bir kuruluş olarak işletmesi gerektiğini ve ana şirketin çıkarlarını dikkate alsalar bile, herhangi bir çıkar çatışması durumunda, yönetim kurulu üyesi oldukları iştirakin çıkarları doğrultusunda hareket etmeleri gerektiğini belirtmektedir (ISB, 2014^[7]).

Bazı ülkelerde şirket grupları için özel yasal ve düzenleyici çerçeveler mevcuttur. Bu özel çerçevelerin çoğu Alman *Konzernrecht* ya da şirket grupları yasasına dayanmaktadır. Bu model, fiili ve sözleşmeye dayalı gruplar olmak üzere iki tür şirket grubu tanımlamaktadır. İlk tür, bir şirketin başka bir şirket üzerinde etkin bir kontrolünün olması durumunda ortaya çıkmaktadır. Bu durumda, ana şirketin herhangi bir olumsuz etkisi veya etkisi açıklanmalı, denetlenmeli ve telafi edilmelidir. Sözleşme grupları, hem ana hem de iştirak şirketlerin pay sahipleri tarafından onaylanması gereken bir Kontrol Anlaşması imzalamak zorundadır. Bu anlaşma, ana şirketin bağlı ortaklığın zararlarını yıllık bazda tazmin etmesinin yanı sıra karın ana şirkete transferini, sabit temettüleri ve iştirakin pay sahipleri için çıkış haklarını gerektirmektedir (Alman Federal Kanunu, 1965^[8]). Alman modelinin en azından belirli unsurlarını benimsemiş olan ülkeler arasında Avusturya, Brezilya, Çek Cumhuriyeti, Letonya, Polonya, Portekiz ve Slovenya yer almaktadır.

Diğer dengeleyici yaklaşımlar arasında klasik güvene dayalı yaklaşımı yumuşatan Fransız *Rozenblum* doktrini de yer almaktadır. Bu doktrin kapsamında, yönetim kurulu üyeleri, grubun menfaati için iştirakin menfaatini geçici olarak feda edebilecekleri belirli durumlarda sadakat yükümlülüğünün ihlali konusunda daha az sorumluluk taşımaktadır. Bu durum örneğin, şirketlerin işlerinin tutarlı bir grup politikası dahilinde yürütülmesi ve eylemlerin iştirak şirketin etkin iflasına neden olmaması koşuluyla gerçekleşir (Cour de Cassation, 1985^[9]). Belçika, Estonya, Hollanda ve İspanya bu doktrin özelliğini kendi yasal çerçevelerine entegre etmişlerdir. İtalya'da Medeni Kanun, iştiraklerin ana şirketleri tarafından "yönlendirildiği ve koordine edildiği" durumlarda, grup içinde bazı gerekli menfaat telafisi unsurlarını öngörmektedir.

Bir dizi ülkede de öz düzenleyici protokoller oluşturulmuştur. Kolombiya, Finlandiya ve Suudi Arabistan kendi ulusal kurumsal yönetim kodlarında bir şirketler grubu tanımına yer vermektedir. Kolombiya ayrıca grup şirketlerinin yapısı, denetimi, kontrolleri ve kamuyu aydınlatma konusu ilgili bir dizi özel tavsiye sunmaktadır (Superintendencia Financiera, 2014^[10]). Japonya ve Hindistan'ın grup yönetimine yönelik öz düzenleyici yaklaşımları benzer özelliklere sahiptir. 2018 yılında Hindistan Menkul Kıymetler ve Borsa Kurulu, çok sayıda borsaya kayıtlı olmayan iştirake sahip borsaya kayıtlı ana şirketlerin, grubun yönetimini ana şirketin yönetim kuruluna bağlı özel bir grup yönetim birimi aracılığıyla izlemesi gerektiğini belirtmiştir (SEBI, 2018^[11]). OECD ve SEBI tarafından yakın zamanda gerçekleştirilen bir ankette, ankete katılan Hint şirketlerinin %17'si bir grup yönetim politikasının olduğunu belirtmiştir (OECD, 2022^[6]). 2019 yılında Japonya Ekonomi, Ticaret ve Sanayi Bakanlığı, şirket gruplarını, tüm şirket grubunun değerini artırmak amacıyla iş portföyünü optimize etmeye teşvik eden Grup Rehberi'ni yayımlamıştır. Özellikle, önceki on yıl içinde ana şirketle ilişkili olan herhangi bir kişiyi bağımsız kurul üyesi tanımının dışında bırakmıştır (OECD, 2020^[5]).

2.4. Şirket gruplarında kreditor koruması

Şirket gruplarında kreditorlerin korunmasına ilişkin düzenlemeler, teminatlı kredi alabilen büyük kreditorler için daha az geçerli olsa da, riski ana şirket yerine bir iştirak aracılığıyla tahmin etmek zorunda olan kreditorler için anlamlı olabilir. Fransa'da *lettre de patronage* veya Almanya'da *Patronatserklärungen*, ana şirketlerin temerrüt durumunda iştiraklerini destekleme yükümlülüklerini tanımladıkları ve belirli bir kreditorle verilebilecek veya örneğin bir yıllık rapora dahil edilebilecek kurumsal garantiler belirlemiştir. Yine de, örneğin Fransa'da, *obligation de moyens* ("en iyi çaba" ile eşdeğer) ile *obligation de résultat* (tam taahhüt) arasında bir ayrım vardır, çünkü yalnızca ikincisi kreditorle tam bir geri ödeme sağlar (Code civil, 2006_[12]).

İflasın öngörülebilir olması halinde, kreditorleri korumaya yönelik yasal çerçeveler genellikle iyi bir şekilde oluşturulmuştur. Belçika'da, *action en comblement du passif*, iflas durumunda ve varlıkların borç taahhütlerini yerine getirmede yetersiz olması halinde, kurul üyelerinin veya müdürlerin, kendilerinin ciddi bir suistimali olması durumunda, kreditorlere geri ödeme yapmak zorunda kalabileceğini öngörmektedir (Code de droit économique, 2017_[13]). Bu yasal yapı, ana şirketin söz konusu iştirakin yönetim kararlarına doğrudan dahil olduğu gölge veya fiili yönetim kurulu üyesi kavramı aracılığıyla şirket gruplarına entegre edilmiştir. Buna göre, ana şirketin yönetim kurulu üyeleri iştiraklerinin kreditorlerine karşı sorumlu tutulmaktadır. Gölge yönetim kurulu üyesi yaklaşımı Belçika, Fransa, Almanya, İtalya, Hollanda, İspanya, İsviçre ve Birleşik Krallık gibi Avrupa ülkelerinin yanı sıra Amerika Birleşik Devletleri'nde de mevcuttur (Hopt, 2015_[14]).

Diğer kreditor koruma mekanizmaları arasında tazminat, tüzel kişilik perdesinin kaldırılması, ikincillik ve maddi konsolidasyon yer almaktadır. Almanya'da *Konzernrecht*, fiili gruplara ait iştiraklerin, ana ortaklığın neden olduğu ve iştirakin kendi çıkarlarından farklı olan tüm işlemler için yıl sonunda tam olarak tazmin edilmesini şart koşan tazminat hükmü içermektedir. Belirli durumlarda, pay sahiplerinin; şirketlerinin borçlarından yatırımlarının değerinin ötesinde sorumlu tutulmaması gerektiği yönündeki sınırlı sorumluluk ilkesinin kaldırılmasına atıfta bulunan tüzel kişilik perdesinin kaldırılması, kreditorler için kullanılabilir. Amerika Birleşik Devletleri'nde bu mekanizma, örneğin iştirakin sermayesinin yetersiz olduğu durumlarda daha yaygın olarak kullanılmaktadır (Anderson, 2009_[15]).

Ayrıca, Almanya, İtalya, Yeni Zelanda, İspanya ve Amerika Birleşik Devletleri gibi ülkeler, iflas hukuku rejimlerinde ana şirketlerin borç taleplerinin diğer tüm kreditorlerin taleplerine tabi olduğu anlamına gelen ikincilliği tesis etmektedir. Buna ek olarak, Fransa, Yeni Zelanda ve Amerika Birleşik Devletleri gibi bazı ülkelerdeki iflas rejimleri, iki veya daha fazla bağlantılı şirketin varlıklarının ve yükümlülüklerinin tek bir varlık olarak ele alınacak şekilde birleştirildiği maddi konsolidasyon kavramını da entegre etmişlerdir. Fransa'da, *action de confusion de patrimoine*, mahkemelerin ve yasal temsilcilerin bazı iştiraklere karşı açılan davaları tüm gruba teşmil etmesine izin vermektedir (Grelon ve Dessus-Larrivée, 2006_[16]).

2.5. İlişkili taraf işlemleri

Tablo 2.1'de gösterildiği üzere, birçok ülkede borsaya kayıtlı şirketlerin çoğu bir şirketler grubunun parçasıdır. Şirket grupları piyasa sürünmelerinin üstesinden gelmek ve sinerjilerden yararlanmak için kurulduğundan, birden fazla ilişkili taraf işlemi (İTİ) yapmak iş dünyasının normal yapısına uygundur. Ancak bu durum, diğer pay sahiplerinin haklarının daha kapsamlı olarak suistimal edilmesine yol açabilir ve uygun şekilde düzenlenmediği takdirde piyasa güvenini tehlikeye atabilir. Şirket gruplarında, bağımsız şirketlerdeki hakim pay sahibinde olduğu gibi, ana şirket, iştirakler ve azınlık pay sahipleri pahasına özel kontrol faydaları elde etmeyi amaçlayabilir.

İTİ'nin genel kabul gören tanımı Uluslararası Muhasebe Standartları (UMS24) tarafından yapılmıştır: "İlişkili taraf işlemi kaynakların, hizmetlerin ya da yükümlülüklerin ilişkili taraflar arasında bir bedel karşılığı olup olmadığına bakılmaksızın transferidir." Bu tanım kilit yönetici personeli de kapsar ve bu nedenle onların ücretlendirmesi de İTİ olarak kabul edilir.

Bununla birlikte, bu çalışma İTİ'lere atıfta bulunurken, normalde kurumsal yönetimde ayrı bir konu olarak ele alınan yönetici ücretlerini kapsamamaktadır.

İlişkili taraf işlemlerini ele almak için benimsenen yasal ve düzenleyici yaklaşım, açıklama gereklilikleri ve yönetim kurulu ve/veya pay sahipleri tarafından onay prosedürleri gibi önlemleri birlikte kullanmaktadır. İTİ'ler yerel düzenlemelerde tanımlanmakta ve düzenlenmektedir ve ülkelere bağlı olarak, ilişkili taraflar örneğin şirketler hukuku, medeni kanunlar, menkul kıymetler hukuku, muhasebe standartları, borsa kotasyon kuralları ve kurumsal yönetim kurallarında tanımlanmaktadır. *OECD Kurumsal Yönetim Factbook 2021* (bundan sonra 'OECD Factbook' olarak anılacaktır) (OECD, 2021_[17]) kapsamında yer alan 50 ülke hukuk sisteminden¹ 49'u ilişkili tarafları kanun ve yönetmelikler aracılığıyla tanımlamaktadır; bunun istisnası, ilişkili tarafları Kurumsal Yönetim Kodu aracılığıyla tanımlayan Portekiz'dir. Portekiz dışında sadece iki ülke ilişkili tarafları, kanun ve yönetmeliklere ek olarak kurumsal yönetim kodları aracılığıyla tanımlamaktadır: Çin ve Finlandiya. Menkul kıymetler borsası kuralları Avustralya, Çin, Letonya, Malezya, Yeni Zelanda ve Singapur olmak üzere altı ülkede ilişkili tarafları tanımlamaktadır. Ayrıca, ilişkili taraflar dokuz ülkede muhasebe standartları aracılığıyla tanımlanmaktadır.²

Çoğu ülke, İTİ'lerin UMS24 veya UMS24'e benzer yerel bir standart uyarınca yıllık finansal tablolarda ex-post (ardıl) açıklanmasını zorunlu tutmaktadır. Örneğin, OECD Factbook tarafından kapsanan 50 ülkenin %82'si (41 ülke) IAS24 standardını takip etmektedir. Diğer beş ülke olan Çin, Hindistan, Japonya, Endonezya ve Amerika Birleşik Devletleri ise yerel bir standart kullanılmaktadır. Dört yarı bölgesinde (Hong Kong (Çin), Singapur ve İsviçre), açıklama için ya IAS24 ya da yerel bir standart gerekmektedir (OECD, 2021_[17]). Finansal tablolarda açıklamaya ek olarak, ülkelerin %82'si İTİ'lerin yıllık periyotlar halinde açıklanmasını, %80'i ise bazı belirli işlemler bağlamında derhal açıklanmasını zorunlu kılmaktadır. Bu durum önemli bir gelişmedir; çünkü 2019 yılında ülkelerin yalnızca %53'ünde derhal açıklama zorunluluğu bulunmaktadır.

İTİ'lerin onaylanması söz konusu olduğunda, yönetim kurulu önemli bir rol oynamakla birlikte, bazı durumlarda daha büyük işlemler için pay sahibi onayı da gerekmektedir. OECD Factbook kapsamındaki 37 yarı bölgesinde belirli türdeki ilişkili taraf işlemleri için yönetim kurulu onayı gerekmektedir. 36 yarı bölgesinde ise, ilişkili olduğu düşünülen yönetim kurulu üyelerinin çekimser oy kullanması gerekmektedir. Genel olarak, bağımsız üyeler (genellikle denetim komitesi üyeleri olarak) İTİ'lerin onaylanmasında kilit bir rol oynamaktadır: 21 ülkede onayları zorunlu iken 8 ülkede tavsiye edilmektedir. 15'inde ise ayrıca İTİ'lerin onay sürecinde bağımsız bir dış görüş alınması gerekmektedir.

Pay sahibi onayı daha az sıklıkta çoğunlukla çok büyük işlemler ve piyasa dışı koşullarda tamamlanan işlemler için gereklidir. Bazı ülkelerde, işlemler önceden belirlenmiş bir eşiği aştığında, yönetim kurulu tarafından onaylanmadığında ve/veya denetim komitesi ya da harici bir bağımsız uzmanın tavsiyesi üzerine pay sahiplerinin onayı gerekmektedir. On yedi ülkede azınlık pay sahiplerinin onayı, diğer altısında ise basit çoğunluk şartı aranmaktadır. Birkaç (4) ülkede işlemin azınlığın çoğunluğu tarafından onaylanması gerekmektedir; burada azınlık, tüm ilgisiz pay sahipleri anlamına gelmektedir. Örneğin Şili'de pay sahiplerinin onayı için nitelikli çoğunluk (2/3) gereklidir (OECD, 2021_[17]).

Yönetim kurulu veya pay sahibi onayı gerekliliğinin bulunduğu birçok ülkede, işlemin taşıdığı öneme ilişkin bir tanım da bulunmaktadır. Bir ilişkili taraf işleminin önemlilik unsuru, yönetim kurulunun görevlerini etkileyecek elverişsiz eşiklerden kaçınırken daha iyi bir şeffaflık ortaya koymaya çalışan ülkeler tarafından farklı şekillerde ele alınmıştır. Çoğu ülke, neyin önemli bir işlem olması gerektiğini tanımlamak için sayısal eşikler kullanmaktadır. Ancak, hiçbir kriter dünya genelinde yaygın bir uygulama olarak kabul edilmemiştir. Piyasa değeri, yıllık ciro, pay sermayesi, toplam varlıklar, toplam tutarın %5 ila %50'si arasında değişen eşiklerle kullanılan kriterler arasında yer almaktadır.

¹ Tüm OECD, G20 ve Finansal İstikrar Kurulu üyelerinin yanı sıra Malezya ve Peru da dahildir.

² Çin, Finlandiya, Yunanistan, Macaristan, Hindistan, Letonya, Polonya, Portekiz ve Amerika Birleşik Devletleri dahildir.

Örneğin, İtalya işlemin, şirketin büyüklüğüne oranla büyüklüğüne bağlı olarak bir önemlilik eşığı belirlemiştir. Borsaya kayıtlı şirketin piyasa değeri, varlıkları veya yükümlülükleri şeklinde oluşturulan üç endeksten en az birinin %5'i (veya piramitler için %2,5'i) aşığı tüm işlemler önemli kabul edilir (CONSOB, 2010^[18]). Brezilya'da bu eşik 50 milyon BRL (9 milyon ABD doları) veya şirketin toplam varlıklarının %1'i olarak belirlenmiştir (CVM, 2014^[19]).

2.6. Önemli konular

Şirket grupları, özellikle bazı gelişmekte olan piyasa ekonomilerinde işletmeler açısından dünya genelinde yaygın bir yapılanmadır. Diğer ortaklık yapılarına gelince, bunlar yeterli bir kurumsal yönetim çerçevesi aracılığıyla ele alınması gereken yönetim zorluklarını beraberinde getirmektedir. Şirket gruplarıyla ilgili olarak, en acil sorunlardan bazıları grup yapısı, faydalanıcılar ve önemli konular ile yönetim kurullarının sorumluluklarına ilişkin açıklamalardaki tutarsızlıklarla ilgilidir.

2.6.1. Şirket gruplarıyla ilgili önemli kalemlerin açıklanması

Şirket grupları ülkeler arasında tutarlı bir şekilde tanımlanmamıştır. Şirket gruplarının tabi olduğu temel şeffaflık gereklilikleri konusunda bir dereceye kadar ortak bir zemin olsa da (esasen IFRS kullanımı nedeniyle), önemli yönetim konuları mevcut yasal ve düzenleyici çerçevelerde ya zorunlu değildir ya da kesin bir şekilde ortaya konmamaktadır.

G20/OECD İlkeleri, borsaya kayıtlı şirketlerin kamuya yaptıkları açıklamaların, nihai pay sahipleri ve oy hakları da dahil olmak üzere ana pay sahipliğine ilişkin önemli bilgiler içermesi gerektiğini belirtmektedir. Daha önce Tablo 2.4'te görüldüğü üzere, ana pay sahipliği, özel oy hakları ve yönetim kurulu üyelerinin pay sahipliklerinin zorunlu olarak açıklanmasının önemi konusunda güçlü bir fikir birliği vardır. Ancak, iki ülkede borsaya kayıtlı şirketlerin büyük pay sahiplerinin kimliklerini kamuya açıklamaları, sekiz ülkede ise özel oy haklarının açıklanması zorunlu değildir. Ayrıca, 12 ülkede pay sahibi sözleşmelerine ilişkin şeffaflık zorunlu değil. Pay sahibi sözleşmeleri, bir grup pay sahibini, etkin bir çoğunluk veya en büyük tek pay sahibi blokunu oluşturmak amacıyla birlikte hareket etme noktasında bağlar. Bu sözleşmeler tipik olarak yönetim kurulu üyelerinin ve başkanının seçimiyle ilgili konuları kapsar.

Daha da önemlisi, 13 ülkede borsaya kayıtlı şirketlerin nihai pay sahipliğinin kamuya açıklanması zorunlu değildir. Nihai pay sahibinin tespit edilememesi, bir şirketin yönünü ve kontrolünü neyin yönlendirdiğini tam olarak anlamayı zorlaştırabileceği gibi, kontrol sahibi pay sahiplerinin hesap verebilirliğini de potansiyel olarak azaltabilir. Ankete katılan hiçbir ülkede, borsaya kayıtlı şirketlerin iştiraklerinin yönetim yapısı hakkında ayrıntılı bilgi sağlamaya yönelik herhangi bir yasal veya düzenleyici gereklilik bulunmamaktadır (OECD, 2020^[5]).

Nihai pay sahiplerinin ve grup yapılarının açıklanmaması, bu iştiraklerin ve ana şirketin pay sahiplerinin fırsatçılığına karşı savunmasız olabilecek iştiraklerin kreditorleri için de zararlı olabilir. Dolayısıyla iştiraklerdeki şeffaflık eksikliği, şirket gruplarındaki kreditor riskini bağımsız şirketlerdeki kreditor riskine kıyasla artırmaktadır (Hopt, 2015^[14]). Bunun, kredi maliyetinin artması yoluyla daha kapsamlı ekonomik etkileri olabilir.

2.6.2. Şirket gruplarında yönetim kurulu üyelerinin görev ve sorumlulukları

Şirket gruplarındaki yönetim kurulu üyelerinin güvene dayalı sorumluluklarında ülkeler arasında temel bir farklılık vardır. Bir yönetim kurulu üyesinin özen gösterme sorumluluğunun kimlere karşı olduğu temel konudur. G20/OECD İlkeleri, bir şirketler grubu bünyesinde çalışan yönetim kurulu üyeleri için temel bir ilkenin "[...] bir şirket başka bir işletme tarafından kontrol ediliyor olsa bile, bir yönetim kurulu üyesinin sadakat yükümlülüğü grubun kontrol eden şirketine değil, şirkete ve tüm pay sahiplerine karşıdır" (İlke VI.A'ya ek açıklama) şeklinde olduğunu belirtmektedir. Ancak, bazı ülkelerdeki mevzuatlarda bunun yerine tüm grubu kapsayan bir yaklaşım uygulamaktadır.

Çoğu ülkede, yönetim kurulu üyelerinin risk yönetimini denetlemeye yönelik genel görevleri, en azından önemli iştiraklerin ve diğer grup şirketlerinin maruz kalabileceği risklerin bir ölçüde denetlenmesini kapsamaktadır. Bununla birlikte, OECD'nin 2020'de şirket gruplarına ilişkin incelemesi kapsamındaki ülkelerin %40'ından fazlasında, bir ana şirketin yönetim kurulunun, şirketin kendisi için genel gözetim gerekliliklerinden farklı olarak grup içindeki risk yönetimi politikalarını ve sistemlerini denetlemesi veya izlemesi için açık bir gereklilik yoktur (OECD, 2020^[5]).

Bir başka konu da, yönetim kurulu üyelerinin mali sıkıntı sırasında sorumlulukları, özellikle de gölge yönetim kurulu üyelerinin bir grup şirketindeki suistimallerden ne ölçüde sorumlu sayılacağı ile ilgilidir. Bu bağlamda ülkeler arasındaki farklılıkların, iflas işlemleri sırasındaki sonuçların öngörülebilirliği ve daha geniş kapsamda muhtemelen kredinin bulunması ve krediye erişim koşulları üzerinde de etkileri bulunmaktadır.

Bu sorunlar ve karmaşıklıklar, sınır ötesi şirket grupları söz konusu olduğunda ve şirket yönetim kurulu üyelerinin görev ve sorumluluklarının grubun faaliyet gösterdiği ülkeler arasında nasıl farklılık gösterdiğine ilişkin netlik bulunmadığında daha da artmaktadır.

2.6.3. İlişkili taraf işlemleri: Tanımlar, onay ve yaptırım

Şirket gruplarında İTİ'lerin yönetimiyle ilgili en önemli konulardan bazıları tanım ve açıklama, bağımsız kurul üyelerinin İTİ'leri onaylamadaki rolü ve azınlık pay sahiplerine sunulan yaptırım araçlarıdır. Bu unsurların her birini ele alırken ülkeler koşullara, siyasi mülahazalara ve bazı durumlarda tarihsel bağlama göre bağlı olarak farklı yaklaşımlar benimsemişlerdir.

İTİ'lerin tanımlanması ve finansal tablolarda açıklanması konusunda yargı çevreleri arasında yakınsama olmasına rağmen, tahminler ve sürekli açıklama açısından önemli farklılıklar devam etmektedir. Daha da önemlisi, bazı ülkelerde önemli ilişkili taraf işlemlerinin yıllık finansal tablolara veya periyodik ek açıklamalara dahil edilmesinin yanı sıra derhal açıklanması zorunlu kılınmamaktadır. Bu, mali raporların konsolide iştiraklerle gerçekleştirilen önemli işlemler hakkında bilgi içermediği durumlarda özellikle önemli hale gelebilir.

Önemliliğin, işlemlerin onay için taranması amacıyla tanımlanması, hem nicel hem de nitel kriterlerin iyileştirilmesi için alan olduğuna dair göstergelerle birlikte bir zorluk olmaya devam etmektedir. Bu durum, ülkelerin arasında fikir birliği bulunmayan kilit bir konudur. Ayrıca, Bölüm 2.5 'te tartışıldığı üzere, önemli işlemlerin belirlenmesinde sadece sayısal eşikler değil, aynı zamanda ana şirket, grup veya ilişkili taraf ve şirket bilanço kalemleri gibi ölçülen taraflar da farklılık gösterebilmektedir. Buna ek olarak, ülkeler işlemleri taramak için, işlemlerin koşulları (örneğin piyasa koşulları) ve/veya işlemin tekrarlanıp tekrarlanmadığı gibi tamamlayıcı kriterler de kullanmaktadır.

Ülkelerin büyük çoğunluğunda, ilişkili taraf işlemleri hakkında karar verme yetkisi yönetim kuruluna aittir. Ancak, hakim pay sahibi yönetim kurulu üzerinde önemli bir etkiye sahip olabilmekte, dolayısıyla yönetim kurulunun ve özellikle de bağımsız üyelerin İTİ onay sürecindeki rolünü sınırlandırmaktadır. Birçok ülkede bağımsız kurul üyeleri İTİ'lerin onaylanmasında kilit bir rol oynamaktadır ve bağımsız üye tanımının zayıf olduğu durumlarda önemli bir sorun ortaya çıkmaktadır. Uygulamada, bağımsız üyelerin konumlarını hakim pay sahibine borçlu olmaları sık rastlanan bir durumdur ve bu durum, bağımsız üyelerin azınlık pay sahiplerinin çıkarlarını korumak zorunda olduğu durumlarla karşılaştığında bazı durumlarda çıkar çatışmalarına yol açmaktadır.

Bu sorunu ele almak için benimsenen yaklaşımlardan biri bağımsız üye tanımını güçlendirmektir. Bazı ülkeler, yönetim kurulu başkanının hakim ortağın temsilcisi veya icracı kurul üyesi durumlarda daha yüksek oranda bağımsız yönetim kurulu üyesi olmasını şart koşmaktadır. Farklı bir yaklaşım da bağımsızlığın aday belirleme süreci yoluyla sağlanması olmuştur. Örneğin İtalya ve İsrail'de bağımsız kurul üyelerinin bir kısmı azınlık pay sahiplerinin oylarıyla da seçilmektedir. Ancak bu durum, özellikle halka açık payların oranının düşük olduğu piyasalarda, azınlık pay sahiplerine orantısız bir güç verebilir (OECD, 2018^[20]).

İlişkili taraf işlemlerine ilişkin pay sahibi onayı genellikle yönetim kurulu onayının tamamlayıcısı olarak kabul edilir, ancak genellikle büyük işlemlerle ve yönetim kurulu tarafından piyasa koşullarının dışında olduğu kabul edilen işlemlerle sınırlıdır. Aynı zamanda, ex-ante (öncül) onay, İTİ'lerin elenmesinde ve ilgisiz pay sahiplerinin korunmasında (ilgili pay sahiplerinin oy kullanamaması halinde) daha etkili görünmesine rağmen, çoğu durumda gerekli değildir ve karar alma sürecini geciktirebilmektedir. Bununla birlikte ex-ante (öncül) pay sahibi onayı, işlemin yol açtığı zararın telafisi için özel dava açmanın maliyetinin çok yüksek olduğu durumlarda özellikle cazip olabilir (OECD, 2012^[21]).

G20/OECD İlkelerine göre, makul sınırlar dahilinde, itiraz veya telafi talebinde bulunan azınlık pay sahiplerine bu taleplerde bulunma fırsatı verilmelidir. Bazı önemli işlemler için pay sahibi onayının alınması, kötüye kullanılan İTİ'lerin ortaya çıkmasını önlemeye yönelik bir yaklaşım olmuştur. Ancak, tüm İTİ'lerin pay sahipleri tarafından onaylanması elverişsiz iken bazen de pratik değildir. Ayrıca, bazı ülkelerde azınlık pay sahiplerinin ilişkili taraf işlemini iptal ettirmek için kullanabilecekleri yaptırım araçları zayıf kalmaktadır. Azınlık pay sahiplerine genellikle kendilerine açıkça zarar verebilecek işlemlerin onaylanmasında özel bir rol verilir. Ancak, diğer işlemler için, azınlık pay sahipleri ilişkili taraf işleminin kötüye kullanıldığını düşündükleri durumlarda telafi için toplu ve türev davaları kullanmak veya sadece yargı sistemine güvenmek zorunda kalacaklardır (OECD, 2012^[21]).

G20/OECD İlkeleri, tüm pay sahiplerinin haklarının ihlal edilmesi durumunda etkili bir telafi fırsatına sahip olması gerektiğini belirtmektedir. Ayrıca, yasaların yaptırımının zayıf olduğu ülkelerde, ex-post (ardıl) telafiden kaçınmak için pay sahiplerinin ex-ante (öncül) haklarının güçlendirilmesinin arzu edildiğini belirtmektedir. Kötüye kullanılan ilişkili taraf işlemlerini caydırmak için önceden alınacak ex-ante (öncül) eylemler arasında yönetim kurulu gözetimi ve pay sahiplerinin onayı yer almaktadır. Pay sahiplerinin (sonradan) yasal tazminata ulaşmaları için etkili yolların sağlanması da kötüye kullanılan ilişkili taraf işlemlerinin caydırılması üzerinde önemli bir etki yaratacaktır.

Toplu ve türev davalar, pay sahiplerinin mağduriyetinin giderilmesi için kullanılan iki ana yasal yoldur. Bazı ülkelerde toplu davalara değil, türev davalara izin verilmektedir. Ayrıca, bir türev dava pay sahiplerine dolaylı olarak tazminat sağlarken, başarılı bir sonuçla oluşacak tazminat doğrudan pay sahiplerine değil şirkete ait olacak ve pay sahiplerinin süreç boyunca dava masraflarını karşılaması gerekmesi durumunda türev davaları cazip olmayacaktır. Ayrıca, başarılı bir sonuç durumunda, pay sahipleri sadece şirketteki payları oranında fayda sağlayacaktır (OECD, 2009^[23]).

3 Hakim pay sahibi olarak kamu sektörü

Kamu sektörü mülkiyetindeki borsaya kote şirketlerin önemi son yirmi yılda dünya çapında artarken bu artış çoğunlukla kamu iktisadi teşebbüslerinin (KİT'ler) azınlık hisselerinin tamamen özelleştirmeye yönelik bir ilk adım veya alternatif olarak borsaya kote edilmesini yansıtmaktadır. Yakın zamanda yapılan bir çalışma, yükselen ve gelişmekte olan piyasaların son yirmi yılda yaklaşık 1.300 KİT'i listelediğini göstermektedir (Dünya Bankası, 2021^[23]). Borsada işlem gören şirketlerde devlet mülkiyeti oranının artması, ulusal varlık fonları (SWF'ler), kamu emeklilik fonları ve devlet kontrolündeki diğer yatırım araçlarındaki büyümeden de kaynaklanmaktadır.

Tablo 3.1 kamu sektörü tarafından kontrol edilen halka açık şirketlerin büyüklüğüne ilişkin genel bir bakış sunmaktadır. Payların %25'ine sahip en az bir nihai ana ortağın devlet olduğu her şirket, devlet tarafından kontrol ediliyor olarak sınıflandırılmaktadır.³ 2020 yılı sonu itibarıyla, borsada işlem gören 1.677 şirket devletlerin toplam 11,6 trilyon ABD dolarını veya küresel piyasa değerinin %11'ini temsil ederek hakim pay sahibi olduğu şirketlerdir. Devlet kontrolündeki borsaya kayıtlı bu firmalar genellikle kendi ülkelerinde borsaya kayıtlı en büyük firmalar arasındadır; örneğin Suudi Arabistan'da piyasa değerinin %93'ünü, Çin'de %44'ünü, Norveç'te ise %41'ini temsil etmektedirler. Daha da önemlisi, bu şirketler, önemli sayıda küresel kurumsal yatırımcı tarafından takip edilen MSCI Gelişmekte Olan Piyasalar Endeksi'nin %13'ünü oluşturmaktadır.

Devlet için, bir KİT'in borsaya kaydedilmesi birçok fayda sağlayabilir. Kayıtlı şirketlere uygulanan daha sıkı yönetim ve şeffaflık gerekliliklerinin yanı sıra dış yatırımcıların izlemesine tabi olmak KİT'lerin performansını artırabilir. Buna ek olarak, kısmi kotasyonlardan elde edilen fonlar, kote edilen KİT'lerin kontrolünü korurken kamu maliyesi üzerindeki baskıları hafifletebilir. Örneğin, Brezilya'nın 1990'larda ve 2000'lerin başında 160'ı aşkın KİT'i elden çıkararak elde ettiği gelir, hükümetin kamu borcunu GSYİH'nin %8'i oranında azaltmasına yardımcı olmuştur. Singapur ve Türkiye'deki gelirlerse, büyük altyapı projeleri de dahil olmak üzere ekonomiye yeniden yatırılmıştır (Dünya Bankası, 2021^[23]).

Bazı kurumsal yönetim zorlukları ortaya çıkabilir. İlk olarak, borsaya kayıtlı KİT'ler normalde anonim şirket şeklindedir ve dolayısıyla özel sektöre ait borsaya kayıtlı şirketlerde mevcut olan klasik temsil sorunlarına tabidir. İkinci olarak, hakim pay sahibi olarak devlet, kamu politikasıyla bağlantılı belirli ortaklık hedefleri izleyebilir ve bu da kontrole ilişkin yeni "özel fayda" biçimlerine yol açabilir.

³ Kontrol tanımı öz sermaye paylarına dayanmaktadır ve kontrol edilen bir şirket olarak kabul edilmek için asgari sınır, herhangi bir kamu sektörü sahibinin öz sermayenin en az %25'ine sahip olmasıdır. Öz sermayenin %25'inin sınır olarak seçilmesi, çoğu yargı sisteminde özel bir kararın kabul edilmesi için kullanılan oyların en az %75'inin pay sahiplerine ait olması durumuna dayanmaktadır. Dolayısıyla, oyların %25'inden fazlasına sahip olan bir pay sahibi özel kararları engelleyebilir ve çoğunluk pay sahibi olarak kabul edilir. Bu tanım, OECD KİT Rehberi, bir KİT'in "ulusal hukuk tarafından bir işletme olarak tanınan ve devletin ortaklık sahibi olduğu bir tüzel kişiliğin bir KİT olarak kabul edilmesi gerektiği şeklindeki tanımından farklı olabilir. Önemli olarak, OECD KİT Rehberi şunu belirtmektedir: "Rehber, devletin oy hakkına sahip payların çoğunluğunun nihai pay sahibi olması veya başka bir eşdeğerde kontrol uygulamasıyla kontrolü altında olan işletmeler için geçerlidir."

Tablo 3.1. Devlet kontrolündeki halka açık şirketler, 2020 sonu

	Devlet kontrolündeki şirketlerin piyasa değeri (milyar ABD doları)	Devlet kontrolündeki borsaya kayıtlı şirket sayısı	Ortalama devlet payları ⁴	Devlet kontrolündeki borsaya kayıtlı şirketler (toplam piyasa değerindeki payı)	Devlet kontrolündeki halka açık şirketler (toplam şirket sayısındaki payı)
Çin	5,435	773	%50	%44	%26
Suudi Arabistan	2,161	22	%51	%93	%17
Hong Kong (Çin)	686	194	%53	%15	%12
Rusya	329	50	%64	%52	%37
Hindistan	286	101	%68	%11	%9
Japonya	245	16	%46	%4	%0
Brezilya	139	27	%63	%15	%11
Norveç	133	6	%54	%41	%4
Almanya	133	15	%67	%6	%3
Endonezya	126	46	%65	%26	%9
Fransa	124	11	%47	%4	%3
Danimarka	93	2	%45	%15	%2
Finlandiya	81	5	%38	%25	%5
İsviçre	76	18	%57	%4	%9
İtalya	72	11	%53	%10	%6
Dünyanın geri	1.463	472			
Toplam	11.581	1.769		%11	%7

Not: Tablo, devlet kontrolündeki piyasa değerine göre ilk 15 ülkeye ait bilgileri göstermektedir. Kontrolün şirketin listede yer aldığı eyaletle sınırlı olmadığını belirtmek gerekir. Bu herhangi bir devlet olabilir; örneğin Almanya'da işlem gören bir şirket Alm an devletinden farklı bir devlet tarafından kontrol edilebilir. Burada kullanılan devlet tanımının münferit ülkelerde kullanılanlardan farklı olabileceğini lütfen unutmayın; ayrıntılar için Ek'e bakınız. Daha fazla ülkeye ilişkin ayrıntılı bilgi Ek'te bulunabilir.

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

3.1. Hakim pay sahibi olarak devletle ilgili zorluklar

Hakim pay sahibi olarak devlet, halka açık şirketler üzerinde azınlık pay sahiplerinin çıkarlarıyla uyumlu olmayabilecek doğrudan ve dolaylı siyasi etkiye sahip olabilir. Devletin etkisi, borsaya kayıtlı olmak ve borsaya kayıtlı olan diğer şirketler için geçerli genel düzenlemelere tabi olmak suretiyle bir ölçüde hafifletilebilse de, siyasi etkiye maruz kalma riski devam etmektedir. Ekonomik açıdan bakıldığında, bu durum diğer pay sahiplerinin zararına olacak şekilde operasyonel verimsizliklere ve daha düşük karlılığa dönüşebilir (örneğin siyasi etki belirli bir firmada aşırı istihdama veya aşırı kapasiteye neden olabilir). Dolayısıyla, ortaklığa ilişkin ve düzenleyici çerçeveler yeterli güvence sunmuyorsa, siyasi sakilerin azınlık pay sahiplerinin çıkarlarının önüne geçmesi riski bulunmaktadır.

Devletin borsaya kayıtlı şirketlerdeki etkisi, devletin doğrudan pay sahibi mi yoksa kamu emeklilik fonları, ulusal varlık fonları ve mali devlet kurumları gibi kuruluşlar aracılığıyla dolaylı pay sahibi mi olduğuna da bağlı olacaktır. Devlet dolaylı bir sahip olduğunda, aracı sahiplerin varlığı bir tampon oluşturabileceğinden, etkisi sınırlı olabilir (Okhmatovskiy, 2010^[24]). Tersine, devlet borsada işlem gören firmaların doğrudan sahibi olduğunda, operasyonel yönetimlerine müdahale etme olasılığı daha yüksektir (Deng vd., 2020^[25]). Bazı durumlarda, mülk sahibi olarak devletler, payların önemli bir kısmını ellerinde bulundurmadan da (örneğin özel oy hakları veya şirket tüzüğündeki hükümler yoluyla) bir firmada önemli ölçüde işletme kontrolü uygulayabilir. Fransa'da *action spécifique*, hükümete, yatırımcıların belirli bir pay sahipliği eşliğini aşması için ilgili bakanın onayını zorunlu kılmak gibi önemli yetkiler vermektedir.

⁴ Devlet payları, devlet kontrolü altında olduğu tespit edilen şirketlerdeki ortalamaya karşılık gelmektedir.

OECD'nin Kamu İktisadi Teşebbüslerinin Kurumsal Yönetim Rehberi'ne (bundan sonra 'KİT Rehberi' olarak anılacaktır) göre, devlet ortaklık işlevini bilinçli ve aktif bir şekilde kullanmalı ve hem pasif mülkiyetten hem de aşırı kontrolden kaçınmalıdır (OECD, 2015^[26]).

Mülkiyet sahibi olarak devlet, uygulamada sıklıkla hem iç hem de dış yönetim mekanizmalarını etkileyebilir. Kanıtlar, devlet mülkiyetinin yönetim kurulu komitelerinin sayısını azalttığını, CEO'ların gücünü artırdığını, firma içindeki gücü pekiştirdiğini ve dolayısıyla daha zayıf bir iç yönetim sistemine yol açtığını göstermektedir (Borisova vd., 2012^[27]). Devleti temsil eden yönetim kurulu üyelerinin, şirketin özerkliğini korumak için daha az teşviki bulunan siyasi bağlantılı kişiler olabilmesi, iç yönetim sistemlerini daha da zayıflatabilir. Ayrıca, bazı durumlarda CEO'ların doğrudan siyasi erişimi olan kişiler olarak siyasi atamalarla belirlenebilmesi yönetim kurulunun şirket performansını denetleme yetkisini zayıflatmaktadır. Ayrıca, bu şirketlerdeki yönetici tazminat yapıları, özel şirketlere kıyasla firma performansı ile tazminat seviyesi arasında daha düşük bir korelasyon göstermekte ve bu da pay sahiplerinin çıkarlarına zarar verebilmektedir (Borisova, Salas ve Zagorchev, 2019^[28]).

Devletin hakim pay sahibi olduğu durumlarda dış yönetim mekanizmaları da daha az etkili bir şekilde işlemektedir. Genel olarak, hasmane devralmalar yöneticileri dış kontrol tehdidinde maruz bırakabilir. Ancak, devlet kontrolü altındaki halka açık şirketler için devralma olasılığı daha düşüktür ve yöneticileri bu tür risklerden korunmaktadır (OECD, 2010^[29]). Devlet mülkiyeti ile gelen örtülü garantiler de iflas riskinin azalmasına yol açabilmektedir. Yine, ürün pazarındaki rekabet normalde yöneticiler için disipline edici bir dış mekanizma olarak işlev görür; bu sayede tasfiye tehdidinin artması yönetsel boşluğu azaltır ve yönetim kalitesini sağlar. Bununla birlikte, devlet tarafından kontrol edilen KİT'lerin büyük bir kısmı rakipsiz veya ulaştırma, telekomünikasyon ve diğer kamu hizmetleri gibi oligopolcü sektörlerde faaliyet göstermektedir ve bu nedenle daha az rekabetle karşı karşıyadır (OECD, 2017^[30]).

Devlet kontrolündeki halka açık şirketlerdeki temsil sorunları da devletin aktif veya pasif pay sahibi olmasına bağlı olarak değişmektedir. Devlet pasif bir hakim pay sahibi olduğunda, devam eden yönetsel temsil sorunları pay sahiplerinin çıkarlarına zarar vermektedir. Buna karşılık, diğer çoğunluk yatırımcıları gibi devlet de asil-vekil sorunlarını ele almak üzere teşviklerin tasarlanmasında aktif bir rol üstlenebilir (örneğin, yönetici ücretlerinin şirketin performansı ile ilişkilendirilmesi). Ayrıca yönetim kurullarının davranışlarını izleyip değerlendirerek pay sahiplerinin menfaatlerine en iyi hizmet edecek şekilde hareket etmelerini sağlayabilir ve yönetimin yanlış davranışlarını (örneğin kurumsal varlıkların çalınması) önleyebilir.

Devlet aktif ve bilgili bir mülk sahibi olduğunda, yönetsel sorunlar hafifletilebilir, ancak bu durum azınlık pay sahiplerinin haklarının kötüye kullanılması riskini de artırır. Genel olarak, hakim pay sahibi kardan orantısız bir pay alabilir ya da azınlık pay sahiplerinin çıkarlarından sapan ticari olmayan hedefler peşinde koşabilir. Devlet dışı pay sahipleri esas olarak ticari faaliyetlere odaklanırken, mülk sahibi olarak devlet ticari olmayan hedefler peşinde koşabilir. Örneğin, hükümet karlılık hedeflerine ek olarak, karları azaltma pahasına da olsa sosyal istikrarı korumaya ve istihdamı artırmaya çalışabilir.

KİT'lerin uluslararasılaşmasından kaynaklanan bir başka zorluk daha ortaya çıkabilir. Devlet kontrolündeki artan sayıda halka açık şirket, kısmen uluslararası siyasi hedeflerle yönlendirilen çok uluslu şirketler haline gelmiştir. Bu şirketlerden, siyasi nüfuzları korumak ve ülkeler arasındaki siyasi ilişkileri kolaylaştırmak için sübvansiyonlu altyapı, ayrıcalıklı finansman veya diğer hizmetleri sağlamaları talep edilebilir ve bu da karlılıklarına zarar verebilir (Cuervo-Cazurra vd., 2014^[31]). Sonuç olarak, bu şirketler daha az piyasa odaklı hale gelebilir, bu da firma performansını ve dolayısıyla diğer pay sahiplerinin çıkarlarını olumsuz etkileyebilir.

Şirket sahibi olarak devletler, örneğin üst düzey yöneticilerin seçim sürecini usulsüz bir şekilde etkileyerek, özel sektördeki hakim pay sahiplerine kıyasla kendi hedeflerini şirketlere daha kolay empoze edebilirler (Milhaupt ve Pargendler, 2017^[32]). Genel olarak, hükümetler diğer özel pay sahiplerine kıyasla "daha büyük sopalar ve havuçlar kullanmakta", üst düzey yöneticilerin seçim sürecinde etkilerini artırmakta (Borisova vd., 2012^[27]) ve hükümet yetkililerini, hükümetin rehberliğini takip etme ve siyasi hedeflere siyasi kariyer kaygısıyla öncelik verme eğiliminde olacak yöneticiler olarak teşvik etmektedir (Li ve Xia, 2008^[33]).

3.2. Borsaya kayıtlı KİT'lere yönelik düzenleyici yaklaşımlar

Borsada işlem gören KİT'ler genellikle borsada işlem gören diğer şirketler için geçerli genel düzenlemelere tabidir, ancak özel hükümlere de tabi olabilirler. Örneğin, belirli kanunlar veya karamamelerle oluşturulan kamu iktisadi teşebbüslerine ek koşullar ve gereklilikler uygulanabilir (örneğin şeffaflık) veya bunlar özel yasal yükümlülüklerle (örneğin kamu ihale kuralları) ya da parlamento veya sayıştay makamı gibi diğer devlet aktörlerinin gözetimine tabi olabilir.

Tablo 3.2 bir grup ülke için yönetim rejimlerinin bir karşılaştırmasını sunmaktadır. Tüm ülkelerde, borsaya kayıtlı KİT'ler, borsaya kayıtlı diğer şirketleri düzenleyen genel şirketler ve menkul kıymetler hukukuna tabidir. Bazı ülkelerde KİT'lere özel kurumsal yönetim ilkeleri de bulunmaktadır. Borsa düzenlemeleriyle ilgili olarak, borsaya kayıtlı KİT'ler, borsaya kayıtlı KİT'lere özel bir programın bulunduğu Brezilya hariç, normalde borsaya kayıtlı diğer şirketlerle aynı şekilde muamele görmektedir. KİT'lerin yerli olmayan borsalarda çapraz kotasyonunun yaygın bir olgu şeklinde görüldüğünü belirtmek önemlidir.

Tablo 3.2 Borsaya kayıtlı KİT'ler için yönetim rejimi

	Genel Şirketler ve Menkul Kıymetler Kanunlarına Tabi	KİT'ler için Bağılayıcı Olm. Kur. Yön. İlkeleri	KİT'ler için borsa rejimi	Devlete ait pay sahibi için özel yönetim hakları	Borsaya kote KİT'lerin payları için farklı oy haklarının kullanılması	Devlet mülkiyetine ilişkin kamuya açıklanmış politika	Politikacıların/hükümet yetkililerinin yönetim kurulu üyeliğine ilişkin kısıtlamalar	KİT yöneticileri için özel tazminat kuralları	KİT paylarına devletin merkezi olarak ortak olması	KİT'ler için devlet holding şirketi	KİT paylarının çapraz kotasyonu
Arjantin	●	●	○	●	○	○	○(1)	●	○	○	●
Avusturya	●	●	○	●	○	○	○	●	●	●	○
Brezilya	●	○	●	●	●	●	●	○	○	○	●
Çin	●	○	○	●	○	●	○	●	●	○(2)	●
Kolombiya	●	●	○	○	○	●	●	○	●	○	●
Fransa	●	○	○	●	●	●	○	●	●(3)	○	○
Almanya	●	●	○	●	○	●	○	●	○	○	○
Hindistan	●	○	○	○	○	●	○	○	○	○	●
Endonezya	●	○	○	○	○	○	○	○	●	○	●
İtalya	●	●	○	●	●	○	○	○	●	○	○
Japonya	●	○	○	●	○	○	○	○	●	○	●
Kore	●	○	○	○	○	●	○	●	●	○	●
Norveç	●	●	○	○	○	●	●	●(6)	●	○	●
Polonya	●	●	○	●	○	●	○	○	○	○	○
Rusya	●	○	○	○	○	●	○	○	●(4)	○	●
Suudi	●	○	○	●	○	●	○	○	●(5)	●	○
Singapur	●	○	○	○	○	●	○	○	●	●	●
Türkiye	●	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
ABD	●	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○

Notlar: (1) 2018'de Arjantin Hükümeti "Büyüme için devlete ait şirketler" belgesini yayımlamış, ancak buna sonraki yıllarda devam etmemiştir; (2) SASAC (Milhaupt ve Pargendler, 2017[32]) tarafından bir holding şirketi olarak sınıflandırılmasına rağmen, es as olarak denetleyici bir rol oynamaktadır ve KİT'lerden kar toplamamaktadır; bu nedenle burada bir holding şirketi olarak sınıflandırılmamıştır; (3) ve (4) küçük istisnalar dışında;

(5) Suudi Arabistan KİT portföyünün sadece bir kısmını merkezileştirmiştir; (6) Norveç devletinin bir pay sahibi olarak KİT yöneticilerine tazminat ödenmesi konusunda çeşitli beklentileri vardır (ancak zorunlulukları değil).

Kaynak: OECD Sermaye Piyasası Serileri veri seti, FactSet, Thomson Reuters; Milhaupt and Pargendler (2017[32]), Governance Challenges of Listed State-Owned Enterprises around the World, http://ssrn.com/abstract_id=2942193; OECD (2018[34]) Ownership and Governance of State-Owned Enterprises: A Compendium of National Practices, <https://www.oecd.org/daf/ca/ownership-and-governance-of-state-owned-enterprises-a-compendium-of-national-practices.htm>; OECD (2020[35]) Organising the State Ownership Function, <https://www.oecd.org/corporate/organising-state-ownership-function.pdf>; OECD (2020[36]) Implementing the OECD Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises: Review of Recent Developments, <https://doi.org/10.1787/4caa0c3b-en>; OECD (2022[37]), Ownership and Governance of State-owned Enterprises: A Compendium of National Practices 2021, <https://www.oecd.org/corporate/ownership-and-governance-of-state-owned-enterprises-a-compendium-of-national-practices.htm>; Ulusal kaynaklar.

Tabloda yer alan birçok ülke, devletin borsada işlem gören KİT'lerdeki ortaklık fonksiyonlarını merkezileştirmiştir. Ortaklık fonksiyonu, (1) yönetim kurullarını atama; (2) hedefleri belirleme ve izleme ve (3) şirket paylarını oylama yetkisini, sorumluluğunu veya yönlendirme kabiliyetini devlet adına kullanan bir varlık olarak tanımlanmaktadır (OECD, 2018^[34]). Avusturya, Suudi Arabistan ve Singapur, KİT'lerinin tamamının veya önemli bir kısmının ortaklık haklarını kullanmak ve ortaklık işlevini diğer devlet rollerinden ayırmak için holding şirketleri kurmuştur.

Çoğu OECD ülkesi, KİT Rehberi doğrultusunda, devlet mülkiyetine ilişkin politikalarını kamuya açıklamaktadır. Bu bağlamda, bazı devletler, borsada işlem gören KİT'lerin yönetim kurullarını profesyonelleştirmek ve "tarafsız ve bağımsız muhakeme yapmalarını" sağlamak için yönetim kurulu üyeliğine kendi kendilerine kısıtlamalar getirmiştir. Örneğin Brezilya, Kolombiya ve Norveç, politikacıların veya hükümet yetkililerinin yönetim kurulu üyesi olmasına açık kısıtlamalar getirmiştir.

Bazı ülkelerde uzun vadeli pay sahiplerine altın pay gibi özel yönetim hakları tanınmaktadır (örneğin İtalya ve Fransa'da sadakat payları). Bu nedenle, uzun vadeli mülk sahibi olarak devlete, borsada işlem gören KİT'lerin payları için özel oy hakları verilebilir. Örneğin, Fransa'da borsada işlem gören tüm şirketlerin en az iki yıl süreyle elde tutulan paylara çifte oy hakkı tanınmasına izin verilmektedir. 2014 yılında *Loi Florange* bu hakları otomatik olarak devretmiş, bu da devletin portföyündeki bazı payları elden çıkarırken borsada işlem gören KİT'ler üzerindeki etkisini sürdürmesine olanak sağlamıştır.

3.3. Önemli konular

Borsaya kayıtlı şirketlerdeki devlet mülkiyetinin daha önemli hale gelmesi, bu şirketlerin kurumsal yönetim çerçeveleri açısından çeşitli zorluklar ortaya çıkarmaktadır. Devletler, diğer pay sahiplerinden farklı hedefleri olan özel bir mülki sahibiyken bu hedefler şirketlerdeki kurumsal yönetim uygulamalarını büyük ölçüde etkileyebilir. Devletin düzenleyici rolü, kontrolü altındaki şirketlere rekabet avantajı sağlayabilmektedir. Aynı zamanda bu şirketler, diğer özel pay sahiplerinin zararına olacak şekilde ticari olmayan amaçlar güdebilmektedir. Yönetim kurulları bu şirketlerin yönetiminde temel bir rol oynadığından, yönetim kurulu aday gösterme ve atama sürecine ilişkin mekanizma büyük önem taşımaktadır. Devlet mülkiyetiyle ilgili olarak, OECD Kamu Pay Sahipliği ve Özelleştirme Uygulamaları Çalışma Grubu (WPSOPP) tarafından ele alınan ve KİT Rehberi'nde değerlendirilen en acil konulardan bazıları eşit fırsatların sağlanması, ticari olan ve olmayan hedeflerin uyumsuzluğu, pay sahiplerine eşit muamelenin sağlanması ve yönetim kuruluna aday gösterme ve atama şeklindedir.

3.3.1. Eşit şartlar

KİT'lerin ekonomideki öneminin artmasıyla, KİT olan ve olmayanlar arasında rekabete ilişkin tarafsızlığın veya eşit şartların nasıl sağlanacağı konusuna giderek daha fazla vurgu yapılmaktadır. Rekabete ilişkin tarafsızlık, "tüm işletmelere, bir devletin piyasadaki ortaklığı, düzenlemeleri veya faaliyetleri açısından eşit şartlar sunulduğunu" vurgular (OECD, 2021^[38]). Rekabete ilişkin tarafsızlığın sağlanması hem siyasi hem de ekonomik açıdan önem taşımaktadır. Ekonomik gerekçe, eşit şartlar sağlanmasının ekonomide kaynak tahsisinde verimliliği artırabileceği ve dolayısıyla üretkenliğe ve ekonomik büyümeye katkıda bulunabileceği gerçeğinde yatmaktadır. Siyasi gerekçeyse devletin ekonomik aktörlerin "adil oynamasını" sağlarken kamu hizmetlerinin sağlanmasını da güvence altına alma rolünde yatmaktadır. KİT'ler tam ticarileşmeye ve borsaya kayıtlı olmaya yaklaştıkça, diğer özel işletmelerle benzer düzenleyici muameleye tabi tutulmaktadırlar. Ancak KİT'ler, finansmana, düzenleme veya vergi ayrıcalıklarına ve münhasır sübvansiyonlara daha iyi erişim dahil olmak üzere özel sektördeki rakiplerinin yararlanmadığı ayrıcalıklardan yararlanabildikleri için genellikle özel işletmelerle eşit olmayan bir temelde rekabet etmektedir. Ayrıca, özel sektördeki rakiplerine dayatılmayan ticari olmayan hedefleri takip etmeye yönelik tafelsiz direktifler de dahil olmak üzere, yukarıda yönetimleriyle ilgili açıklanan özellikler nedeniyle verimliliğe ilişkin daha büyük kısıtlamalarla karşılaşabilirler.

Bu tür eşitsiz muameleler rekabeti bozmakta ve girişimciliği engellemektedir (Capobianco ve Christiansen, 2011^[39]).

KİT'ler genellikle farklı finansman kaynaklarına imtiyazlı erişimden faydalanmaktadır. Borç finansmanı ile ilgili olarak, çoğu ülkede KİT'ler piyasa temelli finansmana erişmektedir.⁵ Ancak, devlet mülkiyeti bir devlet garantisi algısı taşımakta, bu da normal olarak kredi piyasalarına erişimin ve koşulların iyileşmesine yol açmaktadır (Geng ve Pan, 2021^[40]). Ayrıca, bankalardaki devlet mülkiyeti dünya genelinde önemli düzeydedir (La Porta, Lopez-de-Silanes ve Shleifer, 2002^[41]). Kamu bankalarının finans piyasasında hakim bir rol oynadığı ülkelerde, KİT'lere kredi tahsisinde genellikle öncelik verilmektedir (Brødsgaard ve Li, 2013^[42]). Halihazırda çok az ülkede KİT'lere ayrıcalıklı finansman sağlanmamasını temin edecek mekanizmalar mevcuttur. Öz sermaye finansmanı için, KİT'lerin bir yeniden sermayelendirme biçimi olarak devlet bütçesine erişimleri de vardır. Kriz dönemlerinde, sermaye enjeksiyonuna çok ihtiyaç duyulduğunda, bu kamu şirketlerine genellikle özel şirketlerden daha çok öncelik verilmektedir (OECD, 2020^[43]).

Finansman kaynaklarına erişim üstünlüğünün yanı sıra, KİT'ler özel sektördeki rakiplerinin sahip olmadığı devlet sübvansiyonlarına da erişebilmektedir. Bazı ekonomiler KİT'lerin ticari faaliyetleri için doğrudan devlet yardımına izin vermese de (örneğin AB Tek Pazarı içinde), gerçekte istisnalar meydana gelebilir ve devlet yardımı bazen KİT'lerin faaliyetlerini sürdürebilmeleri için, özellikle de sıkıntıda olduklarında verilir (OECD, 2012^[44]). Ayrıca, KİT'ler genellikle devlet mülkiyetindeki arazilere ve diğer doğal kaynaklara ücretsiz veya çok düşük maliyetlerle erişebilmektedir. Ayrıca, elverişli vergi rejimleri ve KİT'lere tanınan bazı vergi muafiyetleri de münhasır devlet sübvansiyonlarına eşdeğerdir (Capobianco ve Christiansen, 2011^[39]).

Devlet, çeşitli politika araçları ve düzenleyici kurumlar vasıtasıyla, belirli sektörlerde kimlerin girebileceği konusunda önemli bir güce sahiptir. Örneğin, bazı ülkelerdeki KİT'ler, finans sektörü gibi belirli faaliyetlerde özel teşebbüslere göre daha hafif bir düzenleyici yaklaşıma tabidir (OECD, 2012^[44]). Bu arada, telekomünikasyon ve havayolları gibi özelleştirme süreçlerinden geçmiş birçok sektörde, KİT'lerin düzenleyici rolleri nedeniyle politikacılarla hala önemli ilişkileri vardır ve bu da rekabeti bozmaktadır (Wisuttisak ve Rahman, 2020^[45]).

Yukarıdaki sorunların üstesinden gelmek için, KİT Rehberi piyasalarda eşit fırsatlar sağlamak için tavsiyelerde bulunmaktadır. Devletin ortaklık fonksiyonuyla diğer devlet fonksiyonları arasında net bir ayırım yapılması tavsiye edilmektedir. Ayrıca, ekonomik faaliyetler yürüten KİT'ler, özel işletmelere uygulanan genel kanunlara, vergi kanunlarına ve yönetmeliklere tabi olmalıdır. Kanun ve yönetmelikler oluşturulurken KİT'ler ve rakipleri arasında ayrımcılık yapılmamalıdır.

Düzenleyici kurumlar ve rekabet kurumları, eşit fırsatların sağlanmasında önemli bir rol oynamaktadır. Bir dizi ülke kamu alımları, finansman, vergilendirme ve düzenleyici kurum tarafsızlığı bağlantılı haksız avantajların tespit edilip ortadan kaldırılmasına yönelik mekanizmaların oluşturulması gibi çeşitli politikalarla rekabete ilişkin tarafsızlığı gözetmiştir. İkincisi ile ilgili olarak, bu ülkeler rekabeti ve düzenleyici yaklaşımları değerlendirirken KİT'ler düzenlemeye ilişkin avantajların uygulandığı durumlarda telafi edici ödemelere tabi tutulabilir. Avustralya, Slovenya ve İsviçre bu tür telafi edici ödemeler için gereklilikler belirlediklerini bildirmiştir (OECD, 2018^[34]).

Hükümetler, piyasada finansman tutarlılığını sağlamak için borca erişim koşullarında tarafsızlığı sağlamaya yönelik çeşitli tedbirler almıştır. Örneğin, Yeni Zelanda'da KİT'ler için kredi belgelerinde Kraliyet'in borç geri ödemesini garanti etmediğinin açıkça belirtilmesi gerekmektedir. Avrupa Komisyonu da belirli kamu kurumlarının borç finansmanına erişimde herhangi bir avantaja tabi olup olmadığını doğrulamaktadır.

⁵ Bazı ülkelerde KİT'ler devlet hazinesinden borç finansmanına erişebilmektedir. Ancak bu erişim normalde münferit KİT'lerle veya KİT'lerin bir alt kümesiyle sınırlıdır. Birleşik Krallık gibi çok az sayıda ülke, çoğu KİT'e doğrudan devlet kaynağından kredi sağlamaktadır.

3.3.2. Ticari olan ve olmayan hedefler

Borsaya kayıtlı KİT'ler ticari olmayan bir amaç güttüğünde, devletin mülk sahibi olarak amaçları diğer pay sahiplerinin amaçlarından farklı olabilir. Devletin ticari faaliyetlerde bulunmasının gerekçeleri arasında şunlar yer alabilir "(i) rekabetin ve piyasa düzenlemelerinin uygulanabilir veya verimli görülmediği sektörlerdeki tekeller;

(ii) örneğin rekabetin getirildiği ancak kamu hizmeti yükümlülüklerinden devlete ait bir operatörün sorumlu olmaya devam ettiği sektörlerde piyasada yerleşiklik; (iii) KİT'lerin yükümlü olduğu kamu hizmeti yükümlülüklerinin hizmet sözleşmelerinde belirtilemeyecek kadar karmaşık veya esnek olduğu durumlarda kusurlu sözleşmeler; (iv) KİT'lerin büyümenin önündeki engelleri aşmak veya piyasa kusurlarını düzeltmek için kullanıldığı durumlarda sanayi politikası veya kalkınma stratejileri" (Christiansen, 2013^[46]).

Bu nedenle kamu iktisadi teşebbüslerinin birçok durumda hem ticari hem de ticari olmayan amaçlar gütmesi beklenir. Borsaya kote KİT'lerin, tüm pay sahiplerinin çıkarlarına saygı gösterme ihtiyacı nedeniyle ticari olmayan hedefleri daha sınırlı ölçüde takip ettiği varsayılmaktadır. Toplam 32 ülkede yapılan bir ankete göre, KİT'lerin en yaygın amacı ulusal ekonomik ve stratejik çıkarları desteklemenin yanı sıra kamu için belirli mal ve hizmetleri tedarik etmektir. Gerçekten de, KİT'ler karlılık hedeflerinin yanı sıra sosyal istikrarın korunması veya istihdamın iyileştirilmesi gibi diğer hedeflere de öncelik verebilmektedir (OECD, 2018^[34]). Örneğin, 2020'de Çin Devlet Konseyi Devlete Ait Varlıkları Denetleme ve İdare Komisyonu (SASAC), istihdam oranının korunması için KİT'lerin en azından 2019'daki sayıya eşit sayıda çalışanı işe almasını özellikle talep etmiştir (SASAC, 2020^[47]). Ayrıca, borsaya kote KİT'lerden siyasi kaygılarla diğer ülkelere mali teşvikli altyapı veya diğer hizmetleri sağlamaları istenebilir ve bu da karlılıklarına zarar verebilir. Son dönemde çok uluslu KİT'lerin sayısındaki artışın arkasındaki önemli bir itici güç, yurt dışında iştirakler kurmaya yönelik siyasi teşviklerdir (Cuervo-Cazurra vd., 2014^[31]).

Temel kaygılardan biri, ticari ve ticari olmayan hedefler arasında yeterli ayrımın yapılmamasıdır. Bazı KİT'lerin kilit sektörlerde faaliyet gösterirken kullandığı teşvikler, ortadan kaldırılması zorlaşan aşırı kapasiteye yol açmakta; bu da ev sahibi ülke için verimlilik ve aşırı borçlar açısından ağır potansiyel maliyetler doğurmaktadır. Şirketler için bu durum daha düşük karlılık, inovasyon ve rekabet gücü anlamına gelmektedir.

Bu ticari olmayan hedefler, KİT'lere verilen sübvansiyonlar ve diğer avantajlarla dikkatli bir şekilde dengelenirse, eşit fırsatlar konusunda herhangi bir endişe olmayabilir. Ancak bu durum, uygulamada çoğu zaman çarpıklıklara yol açmaktadır. Verimsiz firmaların çıkışları/iffasları rekabette beklenen bir sonuç olsa da, bu durum KİT'ler için çoğu zaman geçerli değildir. Çok sayıda KİT tasfiye edilmek yerine, istihdamın sürdürülmesi veya siyasi himaye ve makamların elde tutulması gibi motivasyonlarla canlı tutulmaktadır. Bu durum kaynakların verimsiz dağılımına yol açmakta ve daha üretken firmaların piyasaya girmesini engellemektedir (OECD, 2017^[48]).

2012 ve 2016 yılları arasında, borsaya kayıtlı KİT'lerin net sermaye getirisi, hem gelişmiş hem de gelişmekte olan ekonomilerde borsaya kayıtlı özel şirketlerden daha düşük olmuştur. Ayrıca, 2002 yılından bu yana, gelişmekte olan piyasalarda borsaya kayıtlı KİT'lerin kar marjları, kapasite fazlası sorunlarıyla bağlantılı olarak, borsaya kayıtlı özel şirketlerden daha düşüktür. Gelişmiş ekonomilerde borç seviyeleri de borsaya kayıtlı KİT'lerde borsaya kayıtlı özel şirketlerden daha yüksektir (OECD, 2017^[48]).

Buna ek olarak, devlet bir dizi şirketin hakim pay sahibi olabileceğinden, devletin portföyünün genel performansını iyileştirmek için bazı şirketlerin faaliyetlerine müdahale etme riski vardır. Bir hükümet, örneğin ilişkili taraf işlemleri ve KİT'leri diğer hizmet sağlayıcılara tercih eden ihale kararları yoluyla, borsada işlem gören KİT'leri kendi karlılıklarına zarar veren ancak devlet portföyündeki diğer şirketlere fayda sağlayan hizmetler sunmaya teşvik edebilir.

KİT Rehberi, hükümetlerin münferit bir KİT'e sahip olma gerekçesini, genel hedef ile hükümetin kurumsal yönetimdeki rolünü tanımlayan bir ortaklık politikasını ve bunların yanı sıra bir uygulama stratejisini geliştirmesini ve paylaşmasını tavsiye etmektedir. Bu tavsiyeyle tutarlı olarak, birçok ülkede mevzuat veya hükümet politikaları/kararları yoluyla belirli ortaklık gerekçeleri bulunmaktadır. Bu gerekçeler düzenli olarak gözden geçirilmektedir (OECD, 2018^[34]).

Örneğin, Almanya'da Maliye Bakanlığı devletin işletme ortaklığı hakkında yıllık bir rapor yayımlamaktadır. Buna ek olarak, her iki yılda bir "Federal Maliye Bakanlığı'nın önemli federal çıkarların değerlendirilmesine ilişkin raporu" derlemektedir. Finlandiya hükümeti ise, her parlamento seçiminin ardından devlet mülkiyeti politikasına ilişkin bir karar yayımlamaktadır.

Bu soruna yönelik bir diğer çare de KİT'lerin ticari olan ve olmayan faaliyetlerinin birbirinden ayrılması olmuştur. Hükümetin KİT'lere ticari olmayan amaçlar için ödeme yapması önemlidir. Örneğin, AB'nin Şeffaflık Direktifi, KİT'lerin maliyet ve varlıklarını ticari olan ve olmayan faaliyetler arasında ayırmasını gerektirmektedir. OECD tarafından ankete katılan ülkelerin %60'ından fazlası, KİT'lerin ticari olan ve olmayan faaliyetlerinin hesaplarını ayırmasını ve ülkelerin kamu hizmeti sunan şirketlere ücret ödemesini talep etmiştir (OECD, 2018^[34]).

3.3.3. Pay sahiplerine eşit muamele

Pay sahibi haklarının korunması kurumsal yönetimin temel unsurlarından biridir. KİT Rehberi, devletin tüm pay sahiplerine eşit muamele edilmesini ve kurumsal bilgilere eşit erişimlerinin sağlanmasını temin etmesi gerektiğini belirtmektedir. Oy hakkı, temettü ödemesi alma hakkı, şirketin faaliyetlerine ilişkin bilgilere erişim hakkı ve pay sahibi toplantılarına katılım hakkı gibi pay sahiplerine eşit şekilde garanti edilmesi gereken çeşitli haklar vardır. Bu eşit muamelenin sağlanması, devleti temsil eden ortaklarla diğer pay sahiplerinin farklı hedefleri olabileceği düşünüldüğünde çok önemlidir. Bölüm 3.1'de tartışıldığı üzere, borsada işlem gören KİT'lere genellikle karlılık hedeflerine ek olarak sosyal ve siyasi hedefler de verilmektedir. Devletler, hakim pay sahipleri olarak, genellikle azınlık pay sahiplerinin çıkarlarından farklı ticari olmayan amaçlar peşinde koşabilirler.

Devletin bir pay sahibinin yanı sıra bir düzenleyici ve yasa koyucu olduğu düşünüldüğünde, devlet mülkiyeti de daha karmaşık hale gelmektedir. Bu roller kamu idaresi içinde dikkatlice ayrıştırılmaması durumu, devletin pay sahibi olarak gücünü artırabilir ve devlete diğer pay sahipleri karşısında haksız bir avantaj sağlayabilir. Devletler diğer özel pay sahiplerine kıyasla "daha büyük sopa ve havuçlara sahip" olduğundan, devlet hedeflerini şirketlere empoze etmek için daha fazla güce sahiptir. Aynı zamanda, devletin şirketlerin sahibi olarak rolüyle diğer rolleri arasındaki çatışmaları yönetme konusunda sürekli bir zorluk vardır. Bir pay sahibi olarak çıkarları doğrultusunda hareket eden devlet, bu şirketlerdeki ortaklığının yararına olacak mevzuat ve düzenlemeler geliştirebilir.

Devlet ayrıca diğer pay sahiplerine kıyasla bilgiye erişimde üstünlüğe sahiptir. KİT Rehberi, KİT'lerin tüm pay sahipleriyle aktif bir iletişim ve istişare politikası geliştirmesini tavsiye etmektedir. Bununla birlikte, devlet, ister kanunla verilen ortaklık hakları, ister düzenleyici rolü aracılığıyla olsun, genellikle özel pay sahiplerine kıyasla daha geniş bir veri kaydı kaynağına erişebilir.

KİT'lerin borsaya kotasyonu büyük ölçüde devletlerin özelleştirme çabaları sonucunda gerçekleşirken devlet birçok durumda, şirket üzerindeki etkisini elden çıkarma kararına rağmen korumak isteyebilir. Bazı hükümetler bunun için özel ayrıcalıklar sağlayan paylar (altın paylar) uygulamaya koymuştur. Örneğin, Brezilya'da borsaya kayıtlı birkaç KİT, devletin belirli konularda veto yetkisine izin vermektedir (OECD, 2021^[49]).

Bir diğer zorluk ise, çoğu ülkedeki mevzuatın, hakim pay sahibi olarak devlet tarafından işlenebilecek kendi yararına işlem gibi suistimalleri ele alacak kadar iyi tasarlanmamış olmasıdır. Özel bir hakim pay sahibinin kendi yararına işlem yaptığı durumlarda, normalde ölçülebilir ekonomik faydalar söz konusudur ve kararda kullanılabilir mevzuat mevcuttur. Devlet mülkiyeti, devletlerin yasal davalardan kısmen muaf olması nedeniyle egemenliğe dayalı dokunulmazlık gibi konuları gündeme getirmektedir (Kahan ve Rock, 2011^[50]). Bu tür suistimallerde çoğunlukla ölçülebilir ekonomik hedefler yerine siyasi veya politik hedefleri izlenmesi, süreci daha da karmaşık hale getirebilmektedir.

KİT Rehberi, devlete bağlı pay sahipleriyle özel pay sahipleri arasında eşit muamelenin desteklenmesi için KİT'lerin ticari olmayan amaçlar gütmesi gerektiğinde, bu amaçlar hakkında yeterli bilginin devlet dışı pay sahiplerine her zaman erişilir olmasını tavsiye etmektedir.

Düzenleyiciler ve ilgili kuruluşlar bu yönde çeşitli girişimlerde bulunmuştur. Örneğin, Estonya'da, 2018'den bu yana, pay piyasalarında işlem gören KİT'ler, Devlet Varlıkları Kanunu'nda yer alan ve denetleme kurulu toplantı tutanakları gibi pay piyasası düzenlemelerinde zorunlu tutulmayan bazı bilgileri hükümete geri bildirme gerekliliklerinden muaf tutulmaktadır. Endonezya'da OJK Kurumsal Yönetim Yol Haritası bir kurumsal yönetim görev gücünün oluşturulmasını düzenlemektedir. Görev gücü bünyesindeki altı çalışma grubundan biri, pay sahiplerine eşit muamele konusundaki eksiklikleri ele almaktan ve Yol Haritası için kapsamlı bir analiz ve tavsiyeler hazırlamaktan sorumludur. Tüm tavsiyeler daha sonra OJK Komisyon Üyeleri Kurulu'na sunulur (OJK, 2014^[51]).

3.3.4. Borsaya kayıtlı KİT'lerde yönetim kuruluna aday gösterme ve atama

KİT'lerde yönetim kurulu aday gösterme ve atama sorumluluğu genellikle hükümete aittir. ortaklık modeline bağlı olarak (merkezi olan, olmayan veya iki bakanlığı içeren ikili modeller), bu sorumluluk bir sahiplik ajansına, bir bakanlığa veya birkaç bakanlığa düşebilir (OECD, 2018^[34]). KİT Rehberine göre, ortaklık haklarının kullanılmasında, kurula dayalı bir süreci hızlandırmak için iyi yapılandırılmış ve şeffaf bir aday gösterme çerçevesinin sağlanması önemlidir. Bu da kamu denetimine tabi olan resmi bir aday gösterme sürecinin uygulamaya konulmasıyla sağlanabilir. En "gelişmiş" ülkelerde prosedürler, dış danışmanlar da dahil olmak üzere özel sektörün en iyi uygulamalarına dayalı olup yönetim kurulu üyelerinin veri tabanlarından yararlanmaktadır (OECD, 2013^[52]). Bu tür mekanizmalar aday gösterme sürecine siyasi müdahale riskini azaltabilir ve hükümetin adayları beceri ve niteliklerine göre belirleme kapasitesini artırabilir. Çoğunlukla ticari bir temelde işletildikleri için, borsaya kayıtlı KİT'ler özel şirketlerinkine benzer en iyi uygulamalara sahip olmalıdır.

Borsaya kayıtlı KİT'lerde yönetim kurulu aday gösterme ve atamalarında şeffaflık ve verimliliğin sağlanması, KİT reformunda uzun süredir en tartışmalı politika zorluklarından biri olmuştur. Seçim sürecine gereksiz siyasi müdahale, etkili rekabete zarar veren ve verimsiz sonuçlara yol açan bir sorun olmaya devam etmektedir. Birçok durumda, yönetim kurulu üyeleri teknik yeterlilikleri yerine siyasi bağlılıklarına göre atanmakta ve görevde tutulmaktadır (Dünya Bankası, 2014^[53]). Bu tür siyasi amaçlı atamalar genellikle zayıf kurumsal yönetimin yanı sıra verimsizlik ve düşük performansla ilişkilendirilmektedir. Birçok ülkede, hükümet yetkililerinin KİT yönetim kurulunda yer alması hala yaygındır ve bu durum KİT'in performansına zarar verebilir. Özellikle, bu yetkililerin ücretleri normalde şirket performansına bağlı değildir, yani yetkililer firmanın değer yaratmasına katkıda bulunma teşvikinden yoksun olabilirler. Siyasi kariyer arayışındayken, karlılık yerine istihdamı korumak gibi ticari olmayan hedeflere öncelik verebilirler.

Daha da önemlisi, KİT'ler şirket yönetim kurulları düzeyinde önemli siyasi yetkileri olan politikacıların ve hükümet yetkililerinin yer alması çıkar çatışmalarına yol açabilir. Politikacılar yönetim kurulunda görev aldıklarında, düzenleyici olarak rollerini yerine getirme ve aynı zamanda şirkete hizmet etme yetenekleri konusunda şüpheler olabilir. Ülkeler, bu tür çıkar çatışmalarını azaltmak için, siyasetçilerin KİT yönetim kurullarında görev almasını engellemek gibi tedbirler uygulamışlardır. Gerçekten de bakanların, devlet müsteşarlarının veya diğer siyasi yetkililerin KİT yönetim kurullarında görev almaması gerektiği konusunda giderek artan bir fikir birliği vardır (OECD, 2018^[34]). Örneğin Norveç'te, görevdeki politikacıların KİT yönetim kurullarında görev almaları kısıtlanmıştır. Çin'de hem görevdeki hem de yeni emekli olmuş yetkililerin borsaya kote KİT'lerde bağımsız kurul üyesi olarak görev yapmaları yasaklanmıştır.

Benzer şekilde, diğer ülkeler de KİT yönetim kurullarını profesyonelleştirmek için önlemler almış ve yönetim kurulu üyelerinin sorumluluklarını profesyonel ve verimli bir şekilde yerine getirebilmeleri için doğru beceri ve deneyim çeşitliliğine sahip olmalarını sağlamıştır. İşe alım kurumlarından uzmanlık alınması ve titiz yeterlilik kriterlerine dayalı bir aday havuzu oluşturulması gibi bir dizi uygulama benimsenmiştir. Örneğin İsveç'te yönetim kurulu aday belirleme sürecinde şirketin faaliyetlerine, mevcut duruma, gelecekteki zorluklara ve yönetim kurulu kompozisyonuna dayalı olarak ihtiyaç duyulan uzmanlığı analiz eden bir çalışma grubu yer alır. Daha sonra işe alım sürecini yürütmek üzere iki işe alım kurumu görevlendirilir. Yönetim kurulunun teknik nitelikleri de daha çok vurgulanmaktadır.

OECD araştırmasına göre, ankete katılan ülkelerin neredeyse tamamı yönetim kurulu yeleri için asgari yeterlilik kriterleri belirlemiştir (OECD, 2018^[54]).

Aday gösterme sürecine fayda sağlayabilecek bir diğer mekanizma da yönetim kurulu aday gösterme komitesinin kurulmasıdır. KİT Rehberi, tavsiye edildiği üzere, yönetim kurulu aday gösterme komiteleri potansiyel uygun adayların belirlenmesine ve aday gösterme sürecinin yapılandırılmasına yardımcı olabilir. Aslında, yönetim kurulu ekibi tamamlamak için ne tür bir profile ihtiyaç duyduğuna karar verme noktasında en iyi konumda olduğundan, bu tür düzenlemeler potansiyel uygun adayların belirlenmesine yardımcı olabilir ve verimliliği artırabilir.

KİT Rehberi, devlet dışı pay sahiplerinin yönetim kurulu seçim sürecine katılımına da odaklanmaktadır. Hükümet genellikle borsada işlem gören KİT'lerde tek hakim pay sahibi olduğundan, azınlık pay sahiplerinin haklarına saygı gösterilmesini sağlamak kritik önem taşımaktadır. Bu azınlık pay sahiplerinin katılımı süreç boyunca menfaatlerinin korunmasını sağlamanın yanı sıra yönetim kuruluna ek uzmanlık kazandırabilir. Böyle bir katkı da yönetim kurulunun verimliliğine katkıda bulunur. Bu nedenle, devlet dışı pay sahiplerinin yönetim kurulu aday belirleme ve seçim sürecine katılımını kolaylaştıracak mekanizmaların oluşturulması önemlidir.

4 Ortaklığın kurumsal yatırımcıların elinde yeniden yoğunlaşması

Son yıllarda, en gelişmiş piyasaların çoğunda farklı kategorilerdeki yatırımcıların göreceli öneminde önemli değişimler yaşanmıştır. En belirgin özellik, çeşitli kurumsal ortaklık biçimlerinin bireysel hane halklarının doğrudan ortaklığı aleyhine olacak şekilde gerçekleşen önemli artıştır. Bu değişimin en belirgin olduğu ülke, 2018'de hane halkının doğrudan pay sahipliğinin %13,5'e düştüğü ve başta sigorta şirketleri ve emeklilik fonları olmak üzere farklı kategorilerdeki yatırımcıların ağırlıklı hale geldiği Birleşik Krallık'tır. 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 sermayesinin nispeten önemli sahipleri olan hane halklarının, halka açık şirketlerin hakim sahipleri olarak yerini giderek kurumsal yatırımcılara bıraktığı Amerika Birleşik Devletleri için de geçerlidir.

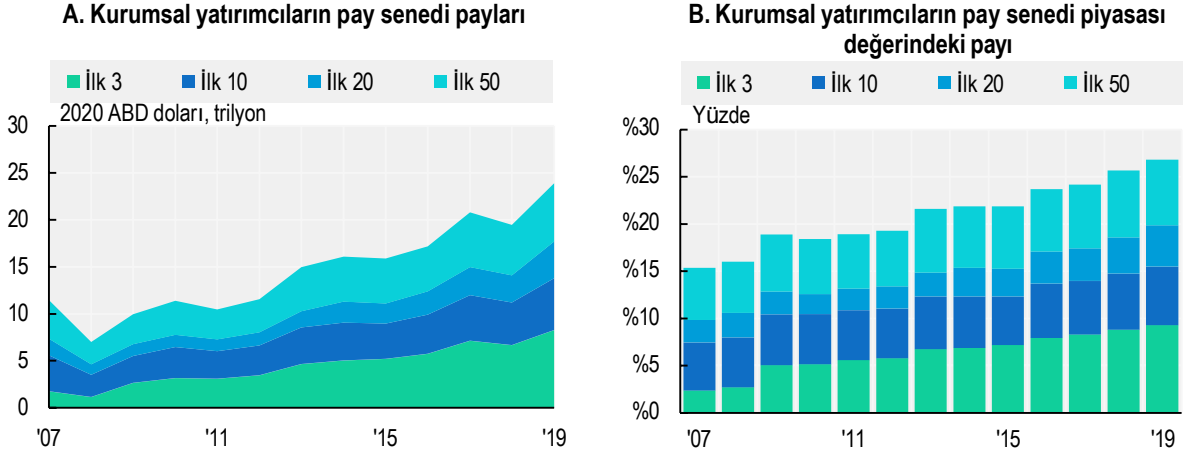
Bu eğilime, OECD ekonomilerindeki pay piyasalarından çok sayıda pay piyasalarından çekilme de eklenmiştir. 2005-19 döneminde yaklaşık 8.000 Avrupalı şirket, 5.000'in üzerinde ABD şirketi ve yaklaşık 1.300 Japon şirketi borsadan çekilmiştir. Çoğu piyasada bu borsadan çekilmeler kadar yeni kotasyon gerçekleşmemesi sonucunda borsaya kayıtlı şirketler 2008 ve 2019 arasında her yıl net azalma göstermiştir (OECD, 2021^[1]).

Birçok kurumsal yatırımcının varlıklarını yatırım yapılabilir endeksleri takip ederek tahsis etmesi sonucunda, bu eğilimler daha fazla çok kaynağın daha az şirkete tahsis edilmesine yol açmıştır. Bu etki, borsaya kayıtlı şirket sayısındaki düşüşün belirgin olduğu ve yerli piyasanın küresel endekslerdeki payının daha yüksek olduğu gelişmiş piyasalarda daha güçlü olmuştur. Örneğin, küresel bir yatırım yapılabilir pay senedi endeksi olan MSCI Dünya Endeksi, ABD piyasasını %67 oranında ağırlıklandırmaktadır; bu da ABD piyasasında şirket düzeyinde kurumsal yatırımcıların elinde kayda değer bir ortaklık yoğunlaşmasına katkıda bulunmuştur.

4.1. Kurumsal yatırımcı ortaklığına ilişkin eğilimler

Kurumsal yatırımcıların kurumsal sahipler olarak (emeklilik fonları ve bir dereceye kadar yatırım fonları gibi) öneminin artmasındaki en önemli itici faktör emeklilik sistemlerini fonlu planlara doğru teşvik etmeye ve dönüştürmeye yönelik siyasi kararlar ve birçok ülkede zorunlu ve ihtiyari özel dayanakların kurulması olmuştur. Sonuç olarak, emeklilik fonları ve sigorta şirketleri tarafından yönetilen varlıklar OECD bölgesinde 2000 yılında GSYH'nin %65'ini temsil ederken 2019 yılında %119'una ulaşmıştır. Aynı zamanda, borsada işlem gören pay senetlerine ayırdıkları pay da son on yılda benzer bir hızda artmıştır. En büyük 50 kurumsal yatırımcının pay piyasasındaki toplam payları 2007 ile 2019 yılları arasında mutlak olarak iki katına çıkarak 12 trilyon ABD dolarından 24 trilyon ABD dolarına yükselmiştir. En büyük üç kurumsal yatırımcı, 2007 yılında yaklaşık 1,8 trilyon ABD doları olan halka açık pay senedi varlıklarını 2019 yılında 8,3 trilyon ABD dolarına çıkararak küresel piyasa değerinin %9,3'üne eşdeğer hale getirmiştir.

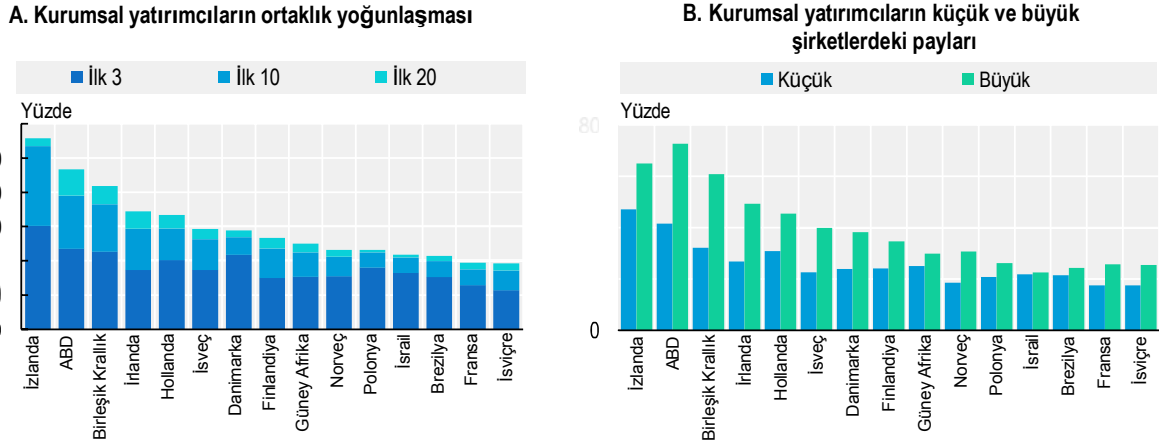
Şekil 4.1. En büyük 50 kurumsal yatırımcının küresel payları



Kaynak: OECD-ORBIS Kurumsal Finansman veri seti, Thomson Reuters Datastream.

Kurumsal yatırımcıların yönetilen varlıklarındaki önemli artış ve varlıklarının büyük bir kısmının pay piyasası endekslerini takip etmesi veya taklit etmesi, özellikle büyük firmalarda kurumsal ortaklık yoğunlaşmasına yol açmıştır. Çoğu endeks piyasa değerine göre ağırlıklandırıldığından, büyük şirketleri küçük şirketlere tercih etme eğilimindedirler. Bu nedenle, bu endeksleri takip eden yatırımcıların payları daha az sayıda ve daha büyük şirketlerde yoğunlaşmaktadır. Şekil 4.2'nin A Paneli, her bir piyasadaki şirket düzeyinde en büyük 3, 10 ve 20 kurumsal yatırımcının ortalama birleşik paylarını göstermektedir. İzlanda, Amerika Birleşik Devletleri, Birleşik Krallık, İrlanda, Hollanda ve İsveç'te, en büyük 20 kurumsal yatırımcının toplam ortaklığı, her bir şirkette borsada işlem gören öz sermayenin en az %30'unu temsil etmektedir.

Şekil 4.2. Küçük ve büyük firmalarda ortaklık yoğunlaşması ve paylar, 2020 sonu



Not: Küçük şirketler, piyasa değeri ülkelerin median değerinin altında olan şirketlere karşılık gelmektedir. Büyük şirketler, piyasa değeri ülkelerdeki median değerinin üzerinde olan şirketlere karşılık gelmektedir.

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

Şirket düzeyindeki kurumsal yatırımcı ortaklığı daha yakından incelendiğinde, büyük ve küçük şirketlerdeki payları arasında büyük farklılıklar olduğu görülmektedir. Büyük şirketler, her bir ülkede piyasa değeri median seviyesinin üzerinde olan şirketler olarak tanımlanırken, küçük şirketler her bir yargı bölgesinde piyasa değeri median seviyesinin altında olan şirketlere karşılık gelmektedir.

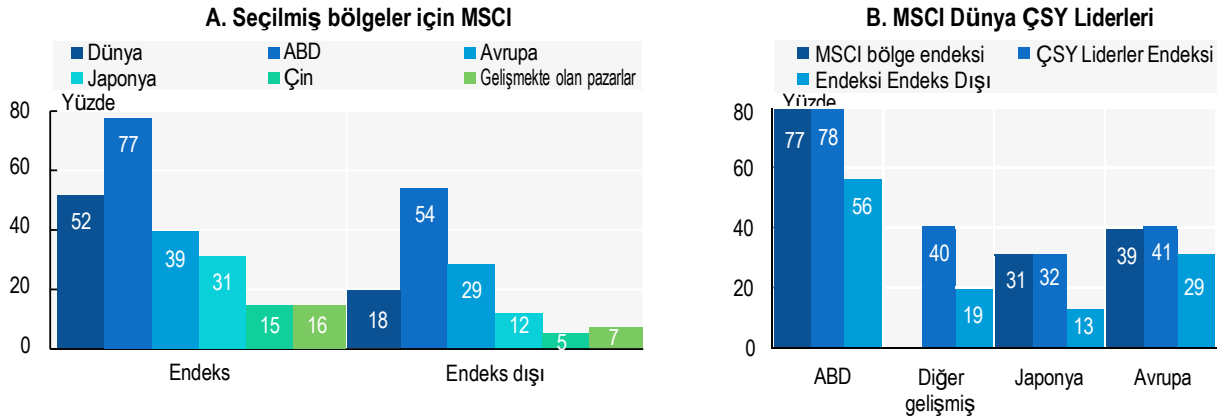
Her bir ülkede, kurumsal yatırımcıların payları büyük şirketlerde küçük şirketlere kıyasla ortalama olarak daha yüksektir. Kurumsal yatırımcıların küçük firmalara kıyasla büyük firmalarda ortalama yüzde 30 puan daha fazla paya sahip olduğu en büyük iki pay senedi piyasası Amerika Birleşik Devletleri ve Birleşik Krallık'ta farklılıklar büyüktür.

4.2. Yatırım yapılabirlik endekslerinin kullanımı

Kurumsal yatırımcıların endeksleri giderek daha çok kullanması ve sahip oldukları kurumsal pay senetlerinin payının artması, büyük bir endekse dahil olan ve olmayan şirketler arasında kurumsal ortaklık açısından önemli farklılıklara yol açmıştır. Buna ek olarak, çoğu endeks şirketleri piyasa değerlerine ve halka açıklık seviyelerine göre ağırlıklandırdığından, daha yüksek bir halka açıklık oranına sahip büyük bir firma olmak, diğer her şey eşit olduğunda, endekste daha yüksek bir ağırlık yaratacaktır. Şekil 4.3'te gösterildiği gibi, MSCI endekslerine dahil olan şirketler, endeks dışı şirketlere göre daha yüksek bir ortalama kurumsal ortaklık yapısı göstermektedir. MSCI Dünya Endeksi şirketleri ile endeks dışı şirketler arasındaki kurumsal payların ortalama farkı yüzde 33 puandır. Benzer şekilde, bölgesel MSCI endekslerinde yer alan şirketler ile endeks dışı şirketler arasındaki kurumsal paylardaki ortalama farklar Çin'de yüzde 9 puandan ABD'de yüzde 24 puana çıkmaktadır. Gelişmekte olan piyasa şirketleri arasında MSCI Gelişmekte Olan Piyasalar Endeksi'ne dahil olanlar ortalama %16 kurumsal varlığa sahipken, bu oran dahil olmayan şirketler için %7'dir.

Kurumsal yatırımcıların endeks yatırım stratejilerini takip etmesi ve endekslerin büyük firmaları tercih etmesi, aynı şirketlere tahsis edilen fon hacminin artmasına neden olmaktadır. Şekil 4.2 Panel B'de gösterildiği gibi, büyük şirketleri tercih etme eğilimleri güçlüdür. Çevresel, sosyal ve yönetimsel (ÇSY) hususlar gibi diğer kriterlere göre oluşturulan endeksler, halihazırda büyük endekslere dahil olan aynı şirket havuzundan daha da az sayıda şirket seçmektedir. Endeks yatırımdan kaynaklanan yatırım yanlılığı, daha küçük ve büyüyen firmaları kurumsal yatırımcıların radarının dışında bırakmaktadır.

Şekil 4.3. Endekste yer alan ve almayan şirketlerdeki kurumsal yatırımcı payları, 2020 sonu



Not: Diğer gelişmiş pazarlar için bir bölgesel endeks mevcut değildir.

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

Yatırım yapılabirlik toplam endeks sayısı 2020 yılında 3,05 milyona yükselirken, pay senedi endeksleri toplamın %76,6'sını temsil etmiştir. Bu durum, pay senedi endekslerinin sayısının, borsaya kote ve yatırım yapılabirlik şirket sayısının neredeyse 60 katı olduğu anlamına gelmektedir (IIA, 2021^[55]). Endeks sağlayıcıları tarafından sunulan ürün yelpazesi çok geniştir ve farklı pazar segmentleri ile bölgeleri kapsamaktadır. Bununla birlikte, şirket dahil etme metodolojileri halka açıklık ve piyasa değerini ana kriterler kapsamında kabul ettiğinden, bu endeksler segmentler ve bölgeler içinde halka açıklık oranı daha yüksek olan en büyük şirketleri seçme eğilimindedir.

4.3. Kurumsal yatırımcıların katılımı

Son yıllarda kurumsal yatırımcıların pay sahipliklerinin önemli ölçüde artmış olması, dikkatleri, pay sahibi oldukları şirketlerin kılavuzu olarak hareket etme sorumluluklarına yöneltmiştir. Müşterilerine ve nihai pay sahiplerine karşı güvene dayalı bir görevleri olduğu düşünülürse, uzun vadeli değeri en üst düzeye çıkarmaya odaklanmaları ve bu hedefe ulaşmak için şirketlerle ilişki kurmaları beklenmektedir. Bu nedenle, bu yatırımcıların sorumlu sahipler olarak oynayacakları önemli bir rol vardır ve pay sahibi olarak yarattıkları etki nihai olarak tüm topluma fayda sağlamalıdır.

Az sayıda kurumsal yatırımcının elinde yoğunlaşan yüksek ortaklık seviyeleri nedeniyle kurumsal yatırımcıların şirketlerle ilişki kurup kurmadığı ve nasıl ilişki kurduğu giderek daha fazla dikkat çekmektedir. Bugün, dünyanın en büyük üç kurumsal yatırımcısının, birçok gelişmiş piyasada şirket düzeyinde önemli paylara sahip olması şirketlerin pay sahiplerine sundukları kararları doğrudan etkileyebilmektedir.

Büyük varlık yöneticileri, yönetim ve kılavuzluktan sorumlu çeşitli portföy ekiplerini bölme eğilimindedir. BlackRock'ın kılavuzluk ekibi yılda 16.000 toplantıda oy kullanmaktadır. Oylama bölgelere göre bölünmüştür; örneğin Londra ofisinin Avrupa, Orta Doğu ve Afrika'da borsaya kote şirketlerdeki payları oylamaktadır. Ancak, portföy yöneticileri başka bir yerde bulunabilmektedir (BlackRock, 2020^[56]). Kılavuzluk için özel bir ekibin bulunması yaygın bir uygulama iken en büyük varlık yöneticilerinden bazılarının ekipleri son zamanlarda büyümektedir. BlackRock ve Vanguard'ın kılavuzluk ekipleri 2017 ile 2020 arasında neredeyse iki katına; daha da önemlisi, BlackRock ve Goldman Sachs'ın ÇSY pozisyonlarında çalışan personel 2017 ile 2020 arasında neredeyse dört katına çıkmıştır. Bu artışa rağmen, 2020 yılında 10.000'i aşkın yatırım yapılan şirketi kapsayan en büyük varlık yöneticisi şirketi BlackRock'ta kılavuzluktan sadece 47 kişi sorumlu olmuştur (Financial Times, 2020^[57]).

Tablo 4.1. Varlık yöneticilerinin kılavuzluk ekipleri

Varlık yöneticileri	Kılavuzluk ekibi 2020	2020'de ÇSY pozisyonlarındaki ek personel	Kılavuzluk ekibi 2017	2017'de ÇSY pozisyonlarındaki ek personel
BlackRock	47	86	26	22
Vanguard Grup	35	0	20	0
UBS Asset Management	8	14	0	0
State Street Global Advisors	12	6	9	3
Allianz Global Investors	9	38	6	28
JPMorgan Asset Management	11	0	8	0
Capital Group	18	18	19	0
Goldman Sachs AM International	5	50	2	14
Amundi	5	25	0	0
T Rowe Price	4	7	4	4

Kaynak: Financial Times, şirketlerin web siteleri.

Kurumsal yatırımcıların yükselişine pasif yatırım stratejilerinin kullanımındaki artış eşlik etmiştir. Pasif yatırım stratejileri, riske göre ayarlanmış mutlak getiriyi en üst düzeye çıkarmak için münferit hisse senetlerini aktif olarak seçmek yerine, tipik olarak getirilerini önceden tanımlanmış bir piyasa endeksiyle kıyaslamaya çalışır. Buna karşılık, endeks sağlayıcısı yatırım kriterlerini tanımlayıp dahil etme ve hariç tutma metodolojisini belirler.

Pasif endeks yatırımcıları söz konusu olduğunda katılım konuları daha kritik hale gelmektedir. Bu yatırımcılar, şirketlerin yönetimini iyileştirmek ve değerini artırmaya yönelik kılavuzluk faaliyetlerine katılma teşviklerinden yoksun olabilirler. Endeks şirketlerinin değerindeki iyileşmeler nihai pay sahipleri ve bir bütün olarak ekonomi üzerinde olumlu bir etki yaratacak olsa da, pasif endeks fonlarının yöneticilerinin bu sürece dahil olmak için herhangi bir teşviki olmayabilir (Bebchuck, Cohen ve Hirst, 2017^[58]).

Pasif endeks fonlarının yöneticileri, endeks kompozisyonunu düşük bir maliyetle büyük ölçüde tekrarlayarak yatırım yapılabilir endeks performansını eşleştirmeyi teklif etmektedir. Endekste yer alan hisse senetlerinin performansı ne olursa olsun, pasif yatırımcılar bu hisse senetlerini portföylerinde tutacaklardır.

Son yıllarda, endeks fon yöneticileri arasındaki rekabet, bazı tedarikçilerin fonlarına hacim çekmek için ücretleri sıfıra veya daha da altına indirmesine neden olmuştur. Varlık yöneticileri ücretlerde 2014 ile 2018 ortası arasında kesintiye giderek 6 milyar ABD doları gelirden vazgeçmiştir (Flowspring, 2018^[59]). Temsil sorunları ücret yapısı nedeniyle bir nebze hafiflediğinden aktivist risk fonları gibi diğer kurumsal yatırımcılar şirketlerle ilişki kurma noktasında daha çok teşvike sahiptir. Risk fonu yöneticilerinin ücretleri, yönetim ücretleri ve portföyün getirisine bağlı bir teşvik ödemesiyle karşılanır.

Piyasa geneline bakıldığında, kurumsal yatırımcılar gibi bilinçli yatırımcılar piyasa için yeni ve benzersiz bilgilerin üretilmesinde de rol oynamaktadır. Ancak birçok yatırımcı pasif yatırım stratejileri izlediğinden, izleme işlevini yerine getirme ve dolayısıyla piyasaya bilgi üretme kabiliyetleri azalabilir. 2020 yılında, pasif endeks fonları ve borsa yatırım fonları aracılığıyla yönetilen artan miktardaki fon 8,2 trilyon ABD dolarına veya fonlar aracılığıyla yapılan toplam pay senedi yatırımının %48'ine ulaşmıştır (Investment Company Institute, 2021^[60]). Daha az bilgi piyasa fiyat dinamiklerini ve nihayetinde ekonomideki kaynak dağılımını etkileyecektir. Daha da önemlisi, pasif yatırıma ilişkin mekanik yatırım kuralları, bu stratejilerin, toplam düzeyde, yatırımcıların alım satım örüntülerini güçlendirerek fiyat dinamiklerinin istikrarsızlaştırılmasına katkıda bulunabileceği endişelerini doğurmuştur. Ayrıca, endeks şirketlerinin getirilerindeki korelasyon artışı da bir istikrarsızlık kaynağı haline gelebilir (Sushko ve Turner, 2018^[61]).

4.4. Önemli konular

Ortaklığın kurumsal yatırımcıların, özellikle de varlık yöneticilerinin elinde yoğunlaşması, bu yatırımcılara şirket kararlarında önemli bir güç sağlamaktadır. Yatırım yapılan şirketlere karşı hak ve yükümlülüklerini yerine getirsinler ya da getirsinler konu, sermaye piyasalarının işleyişini ve ekonominin genelindeki kaynak dağılımını etkilediği için bir kamu politikası meselesi haline gelmiştir. Bu güç, şirketlerle ilişki kurmak ve yönetimi denetlemek için kullanılmazsa, yönetime geçecektir. Ortaklığın kurumsal yatırımcıların elinde yoğunlaşması çoğunlukla başka büyük bir hakim pay sahibinin bulunmadığı piyasalarda görüldüğü için yatırımcıların katılım açısından eksik kalması şirketin dahili kurumsal yönetimini etkileyecektir. Endekse dayalı stratejileri kullanmaları da önemlidir ve piyasa düzeyinde fiyat oluşum sürecini etkileyebilir. Genel olarak, ortaklığın kurumsal yatırımcıların elinde yeniden yoğunlaşmasına ilişkin üç sorun tespit edilmiştir: yatırım yapılan şirketlerde katılım düzeyi, büyük şirketlere yönelik yatırımlarda yanlılık ve piyasaya sunulan bilginin azalması.

4.4.1. Yatırım yapılan şirketlerle ilişki düzeyi

Ortaklık yoğunlaşması, yatırımcıların sadece yatırımdan çıkmak yerine yönetimi izleyecekleri ve oylarını kullanacakları bir yönetim aracı olarak düşünülmüştür. Ancak, ortaklık yoğunlaşmasının kurumsal yatırımcıların elinde olması daha fazla izleme ve söz hakkına yol açmayabilir. Kurumsal yatırımcıların başkalarının parasını yönetiyor olmaları ve hizmetleri karşılığında yönetilen varlıklarının performansı ile ilgili olmayan bir ücret almaları, yatırım yapılan şirketlerle ilişki kurma konusundaki teşviklerini azaltabilir. Tam maliyete katlanmak zorunda olmalarına rağmen katılım faaliyetlerinin sadece küçük bir kısmını elde edebilmeleri, yatırım yapılan şirketlere katılım ve izleme teşviklerinin azalmasının temelinde yatmaktadır.

Kurumsal yatırımcıların gelir modeli genellikle yönetilen varlıkların bir yüzdesidir. Buradaki açık teşvik, gelirleri artırmak için fon girişini artırmak üzere rekabet etmektir. Ancak bu durum, şirketlerle etkileşim kurmak ve değeri artırmak için doğru teşviklerin olduğu anlamına gelmemektedir, çünkü bunun yerine pazarlama yoluyla da yapılabilir. İdeal olarak bu yatırımcılar, yönetilen varlıkların boyutunu artırmak için portföydeki şirketlerin değerini yükseltmeyi seçecektir. Ancak, pazarlama stratejilerinden elde edilen faydalar tam olarak tahsis edilebilirken, katılımın tüm faydalarından yararlanamazlar (Rock, 2018^[62]).

Ayrıca "kurumsal yatırımcılar" şeklindeki geniş sınıflandırma farklı yatırımcı kategorilerini kapsamakta, daha da önemlisi, bu yatırımcılar iş modelleri ve yatırım stratejileri bakımından farklılık göstermekte, bu da farklı saiklere yol açmaktadır. Emeklilik fonları, yatırım fonları ve sigorta şirketleri gibi geleneksel kurumsal yatırımcılar, alternatif kurumsal yatırımcılar ve varlık yöneticilerinden farklı bir dizi faktörden etkilenmektedir. Bu nedenle, katılım iş modellerinin ve yatırım stratejilerinin bir parçası değilse, katılım sağlamalarını istemek etkili bir yaklaşım olmayabilir (Çelik ve Isaksson, 2013^[63]).

Daha az belirgin olan ise, katılımın azalmasının pay sahibi toplantılarındaki oy verme davranışları üzerinde önemli etkileri olabileceğidir. Kanıtlar, kurumsal yatırımcıların yönetimin önerilerini destekleme eğiliminde olabileceğini göstermektedir. Bu tür davranışlar, gücü yönetime kaydırabilir ve muhtemelen iç kurumsal yönetim yapısı içindeki kontrol ve dengeleri bozabilir. Aslında, ABD'nin en büyük üç pasif fon ailesinin yönetim önerileri lehine oy kullanma olasılığı giderek artarken, yatırım fonları oy kullanma danışmanlarına göre oy kullanma eğilimindedir (Boone, Gillan ve Towner, 2020^[64]).

Aynı derecede önemli olarak, kurumsal yatırımcılar düşük maliyetle çeşitlendirilmiş portföylere maruz kalma imkanı sunduklarından, yatırım yaptıkları şirket sayısının maliyet etkin bir şekilde faaliyet gösterme kabiliyetlerini aşma riski vardır. BlackRock ve Vanguard gibi büyük varlık yöneticilerinin her biri 10.000'den fazla şirkete yatırım yapmaktadır (BlackRock, 2020^[66]; Vanguard, 2020^[65]) ve CalPers ve Norges Bank Investment Management gibi emeklilik fonları sırasıyla 10.551 ve 9.123 şirkete yatırım yapmaktadır (CalPers, 2020^[66]; Norges Bank, 2020^[67]). Bu kadar çok şirkete payların oylanması önemli bir görev haline gelirken oylamaya yönelik yasal baskı, katılımı bir uyum sürecine dönüştürebilir.

Ayrıca, büyük varlık yöneticileri işlerinin ölçeğinden faydalanmak amacıyla portföy yönetiminden sorumlu ekipleri kılavuzluk faaliyetlerinden ayırma eğilimindedir. Yatırım yapılan şirket sayısına oranla kılavuzluk ekipleri küçüktür ve vekalet danışmanlarının desteğine güvenmelerine rağmen katılım yetersiz kalabilir (Tablo 4.1). Yönetim profesyonellerinin ücretlendirme yapısının tipik olarak şirketlerin performansı ile ilişkili olmaması ve bunun da yanlış hizalanmış teşvikler yaratması yönünde bir endişe vardır (Rock, 2018^[62]).

Aynı derecede önemli olarak, endekslerin kullanımının, kurumsal yatırımcıların yatırım yapılan şirketlerle olan ilişkilerinin miktarı ve kalitesi üzerinde bir etkisi vardır. Bu yatırımcılar ya aktif ya da pasif bir strateji izlemektedir. Aktif bir strateji izleyenlerin genellikle içinden hisse senedi seçebilecekleri bir evrenleri ve performanslarının izlendiği bir karşılaştırma endeksleri vardır. Performanslarının bir endekse göre kıyaslanıyor olması, endekse benzer bir portföy kompozisyonu seçmelerine neden olacaktır. Fon yöneticisi, karşılaştırma endeksinin bir parçası olan belirli bir pay sahipliğini satmaya veya bu hisse senedindeki paylarını artırmaya karar verirse, bu durum fonun takip hatasını⁶ artıracaktır. Bununla birlikte, fon yöneticilerinin münferit şirketlerle, ücret yapısının bunların endeksten daha iyi performans göstermesini telafi ettiği durumlarda, ilişki kurma noktasında bazı teşvikleri vardır.

Pasif bir strateji izleyen endeks fonları⁷ karşılaştırma ölçütünü geçmeye çalışmak yerine endeks kompozisyonunu taklit eder. Endeksi geçmeyi vaat etmedikleri için, münferit şirketlerde araştırma yapmak sadece portföylerinde daha yüksek bir ağırlığı temsil eden şirketler için gerekli olabilir. Ayrıca, genel olarak işlemler yalnızca endeks kompozisyonunu ve ağırlıklarını yeniden dengelediğinde gerçekleşir. Bunlar, aktif olarak yönetilen bir fona kıyasla yönetim maliyetini azaltır. Gerçekten de, aktif olarak yönetilen bir fonun mevcut maliyeti, S&P 500 Endeks fonu için sadece 4 baz puana kıyasla yaklaşık 100 baz puandır. Bu nedenle, yöneticiler pasif bir strateji izlediğinde katılım teşvikleri azalacaktır. Bir yandan, maliyetli olduğu için söz haklarını duyurmaya yönelik motivasyonları yokken, diğer yandan da bir hisse senedini, ölçüt içinde kaldığı sürece satamayacaklardır.

⁶ Takip hatası, bir pozisyon (genellikle tüm portföy) ile ona karşılık gelen karşılaştırma ölçütü arasındaki gerçek performans farkıdır.

⁷ Borsa yatırım fonları dahil.

Birçok düzenleyici kurum, küresel finansal krizin de gösterdiği gibi, kurumsal yatırımcıların katılımındaki düşüşe cevaben kılavuzluk kodlarını uygulamaya koymuştur. Aynı şekilde, kurumsal yatırımcıların katılımını artırmaya teşvik etmeye yönelik sektör bazlı rehberler ve diğer düzenlemeler de çoğalmıştır. Örneğin, *OECD Corporate Governance Factbook 2021*'de yer alan 50 ülkeden 19'u kurumsal yatırımcılar için oylama politikalarının açıklanmasını zorunlu kılan yönetmelikler veya kanunlar yürürlüğe koymuş, 17'si oylama politikalarının açıklanmasını tavsiye eden kılavuzluk kodları/ilkeleri geliştirmişken 5'i ise açıklamayı teşvik eden yönetmelikler veya kanunların yanı sıra ilkelere/kodlara sahiptir (OECD, 2021^[17]).

Kurumsal yatırımcıların katılımı geliştirilebilir ve çözümler ortaya çıkmaktadır. Bu yaklaşımlardan biri, 2010 yılında kılavuzluk kodlarının uygulanmasına öncülük eden Birleşik Krallık Finansal Raporlama Konseyi (FRC) tarafından benimsenmiştir. FRC, kodun kullanımını iyileştirmek için, 2016 yılından bu yana tüm imzacı beyanlarını, kılavuzluk koduna göre en iyi uygulama raporlamasını belirlemek üzere değerlendirmektedir. Uygulama, tatmin edici bir şekilde raporlama yapan imzacılarla daha çok iyileştirmeye ihtiyaç duyanlar arasında ayrıma gitmektedir. Değerlendirmeler, açıklamaların kalitesinde önemli bir iyileşmeye yol açmıştır (Financial Reporting Council, 2016^[68]).

Ortaya çıkan bir başka yaklaşım da varlık yöneticilerinden kaynaklanmaktadır. Ekim 2021'de BlackRock, büyük emeklilik fonları ve diğer sofistike kurumsal müşteriler gibi nihai sahiplere, 2022'den itibaren yıllık toplantılarda (dolaylı olarak sahip oldukları) paylarla oylama hakkı vereceğini duyurmuştur. 4,8 trilyon ABD doları tutarındaki endeks takip eden pay senedi varlıklarının yaklaşık %40'ı vekaleten oy kullanmaya uygun olacaktır. Şu anda bu görevden BlackRock kılavuzluk ekipleri sorumluyken bu görevi kendilerine devretmeye devam etmeyi tercih eden müşteriler adına vekaleten oy kullanmaya devam edeceklerdir (Barrons, 2020^[69]). Ayrıca BlackRock, bireysel yatırımcılar gibi "vekaleten oy kullanma seçeneğini daha da fazla yatırımcıya genişletmek için tüm seçenekleri araştırma taahhüdünü benimsediğini" belirtmiştir (The Wall Street Journal, 2021^[70]). Kurumsal müşterilerin paylarını oylamalarına izin verme girişiminin şirketlerle etkileşimi teşvik etmede etkili olup olmayacağı ve kimilerinin varlık yöneticilerinin oylama gücü hakkında belirttiği endişeleri gidermeye yardımcı olup olmayacağı henüz belli değildir.

Düzenlemelere yönelik daha çok girişim yolda olabilir. Eylül 2021'de ABD Menkul Kıymetler ve Borsa Komisyonu (SEC), yatırım fonları, borsa yatırım fonları ve diğer bazı fonların vekalet oyları hakkında bildirdikleri bilgileri geliştirecek bir kural önermiştir. Öneri ayrıca kurumsal yatırım yöneticilerinin yönetici ücretleri veya "say-on-pay" olarak adlandırılan konularda nasıl oy kullandıklarını açıklamalarını gerektirecektir (SEC, 2021^[71]).

Bir endeks yatırım ürününün piyasa endeksini taklit ettiği ve piyasa riskine (veya sistematik riske) maruz kalmayı sağladığı düşünüldüğünde, münferit şirketlerin bundan dolayı kendine özgü risklerinin çeşitlendirilmesi gerektiği varsayılır. Kendine özgü kazançlar peşinde koşan münferit şirketlerle yapılan etkileşim faaliyetleri, tam da çeşitlendirmenin ortadan kaldırması gereken türden risklerdir. Bu anlamda, tüm endeks portföyünün düzeltilmiş getirisini sistematik riski azaltarak en düzeye çıkarmak da bir seçenek olabilir. Bu nedenle, münferit hisse senetlerinin toplam riskini azaltmak yerine tüm endeks portföyünün sistematik riskini azaltmaya yönelik çabalar arzu edilebilir. Birçok yönetici için bu tür bir yaklaşım, çeşitlendirme ve maliyet minimizasyonu stratejileriyle tutarlı olabilir (Gordon, 2021^[72]). Bu nedenle, endeks yöneticilerinin münferit şirketlerle kendine özgü konular hakkında iletişiminin beklenip beklenmeyeceği veya tüm endeks portföyünün sistematik riskini azaltacak pay sahibi girişimlerini (örneğin iklimle ilgili girişimler) desteklemeleri ve bazen ilerletmeleri gerekip gerekmediği sorusu ortaya çıkmaktadır.

4.4.2. Büyük şirketlere yönelik yatırım yapma yanlılığı

Kurumsal yatırımcılar endeksleri genellikle varlık tahsisi süreçlerinde kullanmaktadır. Bir yandan endeks yatırımları, hane halkı yatırımları için çeşitlendirme ve yönetim ücretlerinin düşürülmesi açısından büyük faydalar sağlamıştır. Öte yandan, doğrudan perakende yatırımdan kurumsal yatırımcılara geçiş, halka açık pay senedi piyasalarında büyük şirketlerin lehine bir yanlılık yaratmıştır.

Yeni endeksler normalde borsada işlem gören aynı şirketler evrenini farklı özelliklere veya kriterlere göre yeniden sınıflandırır. Bölüm 4.2'de belirtildiği üzere, yatırım yapılabilir toplam endeks sayısı, yatırım yapılabilir halka açık şirket sayısının neredeyse 60 katıdır. Son yıllarda paylarını halka açık piyasalarda arz eden şirket sayısının azaldığı ve aynı şirket gruplarına giderek daha fazla kaynak ayrıldığı düşünüldüğünde bu durum bir sorun teşkil edebilir.

Endeks sağlayıcıları normalde yüksek piyasa değerine ve daha yüksek halka açıklık seviyesine sahip olanları kurucu firma olarak seçerler. Daha büyük ve likit firmaların tercih edilmesi, endeks sağlayıcılarının belirli bir endekse dahil edilecek ülkeler için filtre kriterleri uygulaması nedeniyle daha büyük ve likit piyasalara da uzanmaktadır. Örneğin, STOXX Gelişmiş ve Gelişmekte Olan Piyasa endeksleri için STOXX tarafından kapsanan ülkeler arasında piyasa değerinin yüzde20 'sine eşit veya daha büyük bir piyasa değerine sahip ülkeleri seçer. Ayrıca, STOXX ülkeleri piyasa likiditesine göre tarar. Uygun olabilmek için, ülkelerin işlem gören toplam pay değerinin, Gelişmiş Piyasa endeksleri durumunda yüzde 40'lık dilime eşit veya daha yüksek, Gelişmekte Olan Piyasa endeksleri durumunda ise yüzde 30'lık dilime eşit veya daha yüksek olması gerekir (STOXX, 2021^[73]). Endeks yatırımdan kaynaklanan yatırım yanlılığı, küçük ve likit olmayan piyasaları kurumsal yatırımcıların radarından çıkarırken, daha da önemlisi, küçük ve büyümekte olan firmaları bunlar açısından neredeyse görünmez hale getirebilir.

4.4.3. Piyasaya sağlanan bilgilerin azalması

G20/OECD İlkeleri, "pay piyasalarının, etkin kurumsal yönetimin teşvik edilmesine yardımcı olacak bir araç olarak adil ve etkin fiyat keşfi sağlamasını" tavsiye etmektedir. Piyasa geneline bakıldığında, kurumsal yatırımcılar gibi bilinçli yatırımcılarda piyasa için yeni ve benzersiz bilgilerin üretilmesinde de rol oynamaktadır. Ancak bazı yatırımcıların pasif yatırım stratejileri izlemeleri, izleme işlevlerini yerine getirme ve dolayısıyla piyasaya bilgi üretme kabiliyetlerini azaltabilir.

2020 yılında, pasif endeks fonları ve borsa yatırım fonları aracılığıyla yönetilen fon miktarı 8,2 trilyon ABD dolarına veya fonlar aracılığıyla yapılan toplam pay senedi yatırımının %48'ine ulaşmıştır (Investment Company Institute, 2021^[60]). Fiyatlara ilişkin bilgi miktarının azalması, fiyat oluşum sürecini etkileyebilir ve nihayetinde ekonomideki kaynak dağılımı üzerinde etki yaratabilir. Endeks yatırımcılarının mekanik yatırım kurallarının (örneğin endeks sağlayıcısı endeksi yeniden dengelediğinde portföylerini çeyrek bazlı yeniden dengelemek) alım satım kalıplarını güçlendirebileceği, fiyatları istikrarsızlaştırabileceği ve endeks şirketlerinin getirilerindeki birlikte hareketliliği artırabileceği endişeleri de dile getirilmiştir (Sushko ve Turner, 2018^[61]).

Borsa yatırım fonları ve pasif fonların ortaklık payındaki artış fiyatlama etkinliğinin azalmasına yol açmış ve hisse senedi fiyatlarının firmaya özgü bilgileri yansıtmada derecesi de azalmıştır (Israeli, Lee ve Sridharan, 2017^[74]). Ayrıca, borsa yatırım fonlarının ortaklık payındaki artış, belirli bir firmayla ilgilenen analistlerin sayısında düşüşe yol açmıştır. Bu arada, daha fazla endeksleme münferit hisse senetlerinin alım satımını azaltarak daha yüksek alım satım maliyetleri ve daha düşük likiditeye yol açmıştır. Borsa yatırım fonları pay sahipliklerinin de münferit pay düzeyinde, temel esaslardan kalıcı sapmalar getirdiği söylenmektedir (Bhattacharya ve O'Hara, 2018^[75]).

4.5. Düzenleyici yaklaşım

G20/OECD İlkeleri, büyük bir yatırım zincirinin varlığını kabul etmekle birlikte, yatırım zincirindeki teşviklerin nihai pay sahiplerinin teşvikleriyle uyumlu olmayabileceği riskinin altını çizmektedir. G20/OECD İlkeleri, "pay sahibi katılımı kurumun iş modelinin ve yatırım stratejisinin bir parçası değilse, örneğin oy verme yoluyla katılım için zorunlu gerekliliklerin etkisiz kalabileceğini ve bir kutucuk işaretleme yaklaşımına yol açabileceğini" kabul etmektedir (OECD, 2015^[76]). G20/OECD İlkeleri, kurumsal yatırımcıların kurumsal yönetime ve yatırımlarına ilişkin oy verme politikalarını açıklamalarını tavsiye etmektedir. Ayrıca, oy haklarını nasıl kullandıklarına ve çıkar çatışmalarını nasıl yönettiklerine ilişkin prosedürleri açıklamalarını tavsiye etmektedir (OECD, 2015^[76]).

Bazı ülkelerde kurumsal yatırımcıların katılımını geliştirmeyi amaçlayan kılavuzluk kodları, sektör temelli rehberler veya diğer düzenlemeler geliştirilmiştir. Küresel mali kriz, krizden önceki dönemde izlemeye ilişkin algılanan eksikliğe cevaben ülkeleri kurumsal yatırımcılar için kodlar veya düzenlemeler uygulamaya iten önemli bir itici faktör olmuştur. İlk ulusal kılavuzluk kodu 2010 yılında Birleşik Krallık'ta FRC tarafından kabul edilmiş ve o tarihten bu yana bir kurumsal yönetim çerçevesi olarak önem kazanmıştır. Bugün 22 ülke, "uy ya da açıkla" yaklaşımını izleyen kılavuzluk kodlarını veya benzer düzenlemeleri benimsemiştir. Kodlar, kurumsal yatırımcıların özellikle oy verme ve çıkar çatışmalarının yönetimine ilişkin politika ve faaliyetlerini açıklamalarını gerektirerek katılım kalitesinin artırılmasını vurgulamaktadır. Ayrıca, diğer yatırımcılarla işbirliği yapmak, yatırım getirisini artırmak için şirketlerle etkileşimi geliştirmek ve kılavuzluk faaliyetlerinin artırılması için bir politika oluşturmak da dahil olmak üzere kurumsal yatırımcıların kılavuzluk faaliyetlerinde nasıl hareket etmeleri gerektiğine rehberlik eden ilkeleri de kapsamaktadır. Bu kodlara bağlılık genellikle gönüllülük esasına dayanmaktadır. Örneğin, Birleşik Krallık'ta varlık yöneticileri ve sahiplerinin yanı sıra diğer hizmet sağlayıcılar da koda uymak için başvurabilmektedir.

Son zamanlarda, ÇSY konularının daha önemli olmasıyla birlikte, kılavuzluk kodları ÇSY gerekliliklerini de içermeye başlamıştır. Birleşik Krallık'taki FRC, Ekim 2019'da, imzacıların ÇSY faktörlerini yatırım kararlarına entegre etmeleri beklentisini içeren revize edilmiş bir Kılavuzluk Kodu yayımlamıştır (Financial Reporting Council, 2020^[77]). Japonya'da 2020'de yayımlanan revize edilmiş bir Kılavuzluk Kodu, açıkça kurumsal yatırımcıların yatırım yönetimi stratejilerinde sürdürülebilirlik konularını dikkate almalarını zorunlu kılmaktadır (JFSA, 2020^[78]). ÇSY konularını kılavuzluk kodlarına dahil etmek, ÇSY konularını ölçmek için sistematik bir çerçeve ve ölçüt olmadığından kurumsal yatırımcılar için yeni zorluklar ortaya çıkarmaktadır. Bu durum, revize edilmiş Birleşik Krallık Kılavuz Kodu'nda şimdiye kadar neden bir önceki versiyondan (yaklaşık 300) daha az imzacı (125) olduğunu açıklayabilir.

Amerika Birleşik Devletleri'nde, yatırımcıların öncülük ettiği bir girişim olan Investors Stewardship Group (ISG), 2017 yılında ABD Kılavuzluk ve Yönetim Çerçevesi'ni başlatmıştır. ABD hisse senetlerinde 32 trilyon ABD dolarını yöneten 70'in üzerinde ABD'li ve diğer kurumsal yatırımcı bu çerçeveyi imzalamış veya bu çerçeveye ilgili taahhütte bulunmuştur.⁸ Kılavuzluk çerçevesi aşağıdaki altı ilkeye dayanmaktadır: (i) Kurumsal yatırımcılar, paralarıyla yatırım yaptıkları kişilere karşı sorumludur; (ii) Kurumsal yatırımcılar, yatırım yaptıkları şirketlerle ilgili olarak kurumsal yönetim faktörlerini nasıl değerlendirdiklerini göstermelidir; (iii) Kurumsal yatırımcılar, vekaleten oy kullanma ve katılım faaliyetlerinde ortaya çıkabilecek potansiyel çıkar çatışmalarını nasıl yönettiklerini genel hatlarıyla açıklamalıdır; (iv) Kurumsal yatırımcılar vekaleten oy kullanma kararlarından sorumludur ve bu kararlarda kendilerine danışmanlık yapan üçüncü tarafların ilgili faaliyetlerini ve politikalarını izlemelidir; (v) Kurumsal yatırımcılar şirketlerle olan farklılıkları yapıcı ve pragmatik bir şekilde ele almalı ve çözmeye çalışmalıdır; ve (vi) Kurumsal yatırımcılar, uygun durumlarda, Kurumsal Yönetim ve Kılavuzluk ilkelerinin benimsenmesini ve uygulanmasını teşvik etmek için birlikte çalışmalıdır (Investor Stewardship Group, 2017^[79]).

Bu girişimlere yönelik taahhüdün anlamlı bir pay sahibi katılımına dönüşüp dönüşmeyeceği zamanla görülecektir. Birleşik Krallık'ta, Kılavuzluk Kodu'nun yürürlüğe girmesinden bu yana kılavuzluğun niteliği ve niceliği iyileşme göstermiştir (Financial Reporting Council, 2016^[68]). Örneğin, bu durum bazı finansal kuruluşların ve kurumsal yatırımcıların oy verme faaliyetlerinin artmasına yol açmıştır (Tsukioka, 2020^[80]). Ancak bir çalışma, Birleşik Krallık Kılavuzluk Kodu'na uyumun mali rapor kalitesi üzerinde önemli bir etkisi olmadığını göstermektedir (Lu vd., 2018^[81]). FRC, kodun Birleşik Krallık'ta borsaya kayıtlı şirketler üzerindeki etkisini iyileştirmeye devam etme çabaları kapsamında 2020 yılında kodu revize etmiş ve kılavuzluk faaliyetlerine ilişkin kanıt sağlanması da dahil olmak üzere ek gereklilikler getirmiştir.

Amerika Birleşik Devletleri'ndeki özel emeklilik fonu planları da 1974 tarihli Çalışan Emeklilik Gelir Güvenliği Yasası'nda belirlenen bazı angajman kurallarına tabidir.

⁸ ABD'nin en büyük varlık yöneticileri olan BlackRock, State Street ve Vanguard ilkeleri imzalamışlardır.

1994 yılında Çalışma Bakanlığı 94-2 sayılı Yorumlayıcı 94-2 sayılı Yorumlayıcı Bülteninde (IB 94-2), yatırım planının değerindeki artışın ilgili maliyeti aşması halinde, güvene dayalı kuruluşların şirket yönetimini izleme veya etkileme faaliyetlerinde bulunabileceğini kabul etmiştir. Ayrıca 2008 yılında 2008-02 sayılı Yorumlayıcı Bülten IB-94-2'yi güncelleyerek "güvene dayalı sorumluluk sahiplerinin vekaletleri yönetme sorumluluğunun hem oy verme hem de vermeme kararını içerdiğini" belirtmiştir. Ayrıca, güvene dayalı sorumluluk sahiplerinin vekaleten oy kullanırken "yalnızca plandaki yatırımının ekonomik değerine ilişkin faktörleri dikkate almaları ve katılımcıların ve faydalanıcıların emeklilik gelirlerine ilişkin çıkarlarını ilgisiz amaçlara tabi kılmamaları" gerektiğini belirtmiştir. 2016 yılında, 2016-01 sayılı Yorumlayıcı Bülten, vekaleten oy kullanan güvene dayalı sorumluluk sahiplerinin yalnızca plandaki yatırımının değerini etkileyen faktörleri dikkate alması gerektiğini bir kez daha vurgulamıştır (Federal Register, 2020^[82]). Çalışma Bakanlığı 2020 yılında, "Yatırım Görevleri" yönetmeliğinde güvene dayalı sorumluluk sahipleri için "yazılı vekaleten oy kullanma politikalarının ve rehberlerinin kullanılmasını ve oy kullanma danışmanlığı firmalarının seçilmesini ve izlenmesini" gerektiren değişiklikler önermiştir.

Diğer ülkeler de emeklilik fonlarıyla ilgili olarak, özellikle oy haklarının kullanılması ve çıkar çatışmalarının yönetimi için düzenleyici gereklilikler getirmiştir. İsveç'te Ulusal Emeklilik Sigortası Fonları Yasası, fonların "emeklilik fonu varlıklarını örnek bir şekilde, sorumlu yatırımlar ve sorumlu ortaklık yaklaşımıyla, yönetmesi gerektiğini" belirtecek şekilde değiştirilmiştir. Değişiklik ayrıca, fonların yararlanıcılar için mümkün olan en yüksek faydayı sağlama temel amacını tehlikeye atmadan "sürdürülebilir büyümenin teşvik edilmesine özel ağırlık verileceğini" vurgulamaktadır (İsveç Maliye Bakanlığı, 2000^[83]). İsveç şirketlerinde paylarını oylaması kanunen kısıtlanmış olan en büyük fon AP7 dışındaki tüm fonlar paylarını oylayarak aktif kurumsal yönetim gerçekleştirmektedir (OECD, 2021^[17]). Şili'de yasa, emeklilik fonlarının görüş ve menfaatlerinin pay sahibi toplantılarında belirtilmesi gerektiğini ortaya koymaktadır. Kurumsal yönetim üzerindeki etkileri, yatırım yapılan şirketlerde bağımsız kurul üyelerinin seçilmesi yoluyla dolaylı olarak kesin olarak tanımlanmaktadır. Ayrıca kanun, emeklilik fonlarını bağımsız yönetim kurulu üyelerinin seçiminde diğer azınlık pay sahipleriyle birlikte hareket etmeye açıkça teşvik etmektedir (3500 sayılı Kanun Hükmünde Kararname, 1980^[84]).

AB ise 2017 yılında kurumsal yatırımcıların ve varlık yöneticilerinin uzun vadeli katılımını artırmayı amaçlayan Pay Sahibi Hakları Direktifi II'yi yayımlamıştır. Değiştirilen kurallar, AB'de faaliyet gösteren yatırımcıların "pay sahibi katılımını yatırım stratejilerine nasıl entegre ettiklerini açıklayan katılım politikalarını" ve "oy verme davranışına ilişkin genel bir tanım, en önemli oyların ve vekalet danışmanlarının kullanımı da dahil olmak üzere katılım politikalarının nasıl uygulandığını kamuya açıklamalarını" gerektirmektedir. Kurallar, kurumsal yatırımcıların odağını daha uzun vadeli bir yatırım hedefine kaydırmayı ve onlarla varlık yöneticilerini yatırım kararlarına sosyal ve çevresel konuları dahil etmeye teşvik etmeyi umarak "uy ya da açıkla" yaklaşımını benimsemektedir. Ayrıca, varlık yöneticileri kurumsal müşterilerine görevleriyle ilgili nasıl performans gösterdiklerini rapor etmek zorundadır (AB, 2017^[85]).

Kaynakça

- Anderson, H. (2009), "Piercing the Veil on Corporate Groups in Australia: The Case for Reform", *Melbourne University Law Review*, Sayı 33/2, https://law.unimelb.edu.au/data/assets/pdf_file/0006/1705281/33_2_1.pdf. [16]
- Barrons (2020), "BlackRock Gives Big Investors the Right to Vote Their Own Proxies", ss. 7 Ekim 2021, <https://www.barrons.com/articles/blackrock-aives-right-to-vote-proxies-51633635697>. [70]
- Bebchuck, L, A. Cohen ve S. Hirst (2017), "The Agency Problems of Institutional Investors", *Journal of Economic Perspectives*, Sayı 31/3, ss. 89-112, <https://www.aeaweb.org/articles?id=10.1257/iepp.31.3.89>. [59]
- Bhattacharya, A. ve M. O'Hara (2018), "Can ETFs increase market fragility? Effect of information linkages in ETF markets", <https://doi.org/10.2139/ssrn.2740699>. [76]
- BlackRock (2020), "BlackRock Investment Stewardship - Protecting our clients' assets for the long-term", <https://www.blackrock.com/corporate/literature/publication/blk-profile-of-blackrock-investment-stewardship-team-work.pdf>. [57]
- Boone, A., S. Gillan ve M. Towner (2020), "The Role of Proxy Advisors and Large Passive Funds in Shareholder Voting: Lions or Lambs?", *2nd Annual Financial Institutions, Regulation and Corporate Governance Conference*, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2831550. [65]
- Borisova, G. vd. (2012), "Government ownership and corporate governance: Evidence from the EU", *Journal of Banking & Finance*, Sayı 36/11, ss. 2917-2934, <https://doi.org/10.1016/j.ibankfin.2012.01.008>. [28]
- Borisova, G., J. Salas ve A. Zagorchev (2019), "CEO compensation and government ownership", *Corporate Governance: An International Review*, Sayı 27/2, ss. 120-143, <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/pdf/10.1111/corq.12265>. [29]
- Brodsgaard, K. ve X. Li (2013), "SOE reform in China: Past, present and future", *The Copenhagen Journal of Asian Studies*, Sayı 31/2, ss. 54-78, <https://core.ac.uk/download/pdf/230365179.pdf>. [43]
- CalPers (2020), "2019-2020 Annual Investment Report", <https://www.calpers.ca.gov/docs/forms-publications/annual-investment-report-2020.pdf>. [67]
- Capobianco, A. ve H. Christiansen (2011), "Competitive Neutrality and State-Owned Enterprises: Challenges and Policy Options", *OECD Corporate Governance Working Papers*, [40]

- No. 1, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/5kq9xfqidha6-en>.
- Çelik, S. ve M. Isaksson (2013), "Institutional Investors as Owners: Who Are They and What Do They Do?", *OECD Corporate Governance Working Papers*, No. 11, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/5k3v1dvmfk42-en>. [64]
- Christiansen, H. (2013), "Balancing Commercial and Non-Commercial Priorities of State-Owned Enterprises", *OECD Corporate Governance Working Papers*, No. 6, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/5k4dkhztkp9r-en>. [47]
- Code civil (2006), "Chapitre III : De la lettre d'intention (Article 2322)", https://www.legifrance.gouv.fr/codes/article_lc/LEGIARTI000006448439/2021-10-14. [13]
- Code de droit économique (2017), "Article XX.225", <https://economie.fgov.be/fr/legislation/code-de-droit-economique>. [14]
- CONSOB (2010), "Resolution no. 17221 of 12 March 2010", <https://www.consob.it/web/consob-and-its-activities/laws-and-regulations/documenti/english/laws/req17221e.htm>. [19]
- Cour de Cassation (1985), "Arrêt Rozenblum, du 4 février 1985, 84-91.581, Publié au bulletin", *Chambre criminelle*, <https://www.legifrance.gouv.fr/iuri/id/JURITEXT000007064646/>. [10]
- Cuervo-Cazurra, A. vd. (2014), "Governments as owners: State-owned multinational companies", *Journal of International Business Studies*, Sayı 45, ss. 919-942, <https://link.springer.com/article/10.1057/iibs.2Q14.43>. [32]
- CVM (2014), "Instrução CVM N° 552, Anexo 30-XXXII", <http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/500/inst552.pdf>. [20]
- De La Cruz, A., A. Medina ve Y. Tang (2019), "Owners of the World's Listed Companies", *OECD Capital Market Series*, Paris, <http://www.oecd.org/corporate/Owners-of-the-Worlds-Listed-Companies.htm>. [4]
- Decree Law 3500 (1980), "Establishes a new pension system", *Ministry of Labour and Social Security*, Art. 155, November, Santiago-Chile, <https://www.bcn.cl/levchile/navegar?idNorma=7147>. [85]
- Deng, L. vd. (2020), "Government intervention and firm investment", *Journal of Corporate Finance*, Sayı 63, <https://doi.org/10.1016/j.icorpin.2017.07.002>. [26]
- 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", <http://data.europa.eu/eli/dir/2017/828/oi>. [86]
- Federal Register (2020), "Fiduciary Duties Regarding Proxy Voting and Shareholder Rights", *Department of Labor*, Sayı 85/242, <https://www.govinfo.gov/content/pkg/FR-2020-12-16/pdf/2020-27465.pdf>. [83]
- Fichtner, J. (2020), "The Rise of Institutional Investors", *The Routledge International Handbook of Financialization*, ss. 265-275. [2]
- Financial Reporting Council (2020), "The UK Stewardship Code", <https://www.frc.org.uk/getattachment/5aae591d-d9d3-4cf4-814a-d14e156a1d87/Stewardship-Code-Final2.pdf>. [78]

- Financial Reporting Council (2016), "Developments in Corporate Governance and Stewardship", [69]
<https://www.frc.org.uk/cietattachment/ca1d9909-7e32-4894-b2a7-b971b4406130/Developments-in-Corporate-Governance-and-Stewardship-2016.pdf>.
- Financial Times (2020), "Jobs bonanza in stewardship and sustainable investing teams", *March 8 2020*, [58]
<https://www.ft.com/content/2714da14-c12d-46b2-8ecf-9aba3f665fdf>.
- Flowspring (2018), "The Price is Wrong- The Massive Impact of (Mis)pricing Investment Products", [60]
<https://www.flowspring.com/research/The-Price-is-Wrong>.
- Gazzetta Ufficiale (2019), "Decreto Legislativo 12 gennaio 2019, n. 14", *Gazzetta*, [7]
https://www.gazzettaufficiale.it/atto/stampa/serie_generale/vigenteAData.
- Geng, Z. ve J. Pan (2021), "The SOE Premium and Government Support in China's Credit Market", *National Bureau of Economic Research, Working paper 26575*, [41]
<https://www.nber.org/papers/w26575>.
- German Federal Law (1965), "German Stock Corporation Act (Aktengesetz)", [9]
<https://www.aesetze-im-internet.de/aktg/BJNR010890965.html>.
- Gordon, J. (2021), "Systematic Stewardship", *ECGI Working Paper Series in Law, Working Paper N° 566/2021*, [73]
https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3782814.
- Grêlon, B. ve C. Dessus-Larrivée (2006), "La confusion des patrimoines au sein d'un groupe", [17]
Revue des sociétés, Sayı 2, ss. 281-303.
- Hopt, K. (2015), "Groups of Companies : A Comparative Study on the Economics, Law and Regulation of Corporate Groups", *ECGI Working Paper Series in Law, Working Paper No. 286/2015*, [15]
https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2560935.
- IIA (2021), "Measurable Impact: Asset Managers on the Challenges and Opportunities of ESG Investment -IIA 2021 International Survey of Asset Managers", *Index Industry Association*, [56]
<http://www.indexindustry.org/wp-content/uploads/2021/07/IIA-ESG-Main-Report-Julv-2021-vFINAL.pdf>.
- Investment Company Institute (2021), "2021 Investment Company Factbook", [61]
https://www.ici.org/system/files/2021-05/2021_factbook.pdf.
- Investor Stewardship Group (2017), "Investor Stewardship Group and the Framework for U.S. Stewardship and Governance", [80]
<https://isaframework.org/stewardship-principles/>.
- ISB (2014), "Companies Act 2014, S.228 and S.229", [8]
<http://www.irishstatutebook.ie/eli/2014/act/38/section/228/enacted/en/html#sec228>.
- Israeli, D., C. Lee ve S. Sridharan (2017), "Is there a dark side to exchange traded funds? An information perspective", *Review of Accounting Studies*, Sayı 22/3, ss. 1048-1083. [75]
- JFSA (2020), "Principles for Responsible Institutional Investors", [79]
<https://www.fsa.gov/en/refer/councils/stewardship/20200324.html>.
- Kahan, M. ve E. Rock (2011), "When the government is the controlling shareholder", *Texas Law Review*, Sayı 89, s. 1293. [51]
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes and A. Shleifer (2002), "Government ownership of banks", [42]
Journal of Finance, Sayı 57/1, ss. 265-301.

- Li, S. ve J. Xia (2008), "The roles and performance of state firms and non-state firms in China's economic transition", *World Development*, Sayı 36/1, ss. 39-54. [34]
- Lu, C. vd. (2018), "The UK Stewardship Code and investee earnings quality", *Accounting Research Journal*, Sayı 31. [82]
- Milhaupt, C. ve M. Pargendler (2017), "Governance Challenges of Listed State-Owned Enterprises around the World: National Experiences and a Framework for Reform", *ECGI Working Paper Series in Law, Working Paper N° 352/2017*, http://ssrn.com/abstract_id=2942193. [33]
- Norges Bank (2020), "Government Pension Fund Global Holdings of Equities at 31 December 2020", <https://www.nbim.no/hr/report/?category=eq&sortby=country&filetype=pdf&year=2020>. [68]
- OECD (2022), "Company Groups in India", <https://www.oecd.org/corporate/Company-Groups-in-India-2022.pdf>. [6]
- OECD (2022), "Ownership and Governance of State-owned Enterprises: A Compendium of National Practices 2021", <https://www.oecd.org/corporate/ownership-and-governance-of-state-owned-enterprises-a-compendium-of-national-practices.htm>. [38]
- OECD (2021), "OECD Corporate Governance Factbook 2021", <https://www.oecd.org/corporate/corporate-governance-factbook.htm>. [18]
- OECD (2021), "OECD Review of the Corporate Governance of State-Owned Enterprises in Brazil", <https://www.oecd.org/brazil/soe-review-brazil.htm>. [50]
- OECD (2021), "Recommendation of the Council on Competitive Neutrality", <https://legalinstruments.oecd.org/en/instruments/OECD-LEGAL-0462>. [39]
- OECD (2021), *The Future of Corporate Governance in Capital Markets Following the COVID-19 Crisis*, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/efb2013c-en>. [1]
- OECD (2020), *Duties and Responsibilities of Boards in Company Groups*, Corporate Governance, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/859ec8fe-en>. [5]
- OECD (2020), "Equity injections and unforeseen state ownership of enterprises during the COVID-19 crisis", <https://www.oecd.org/coronavirus/policy-responses/equity-injections-and-unforeseen-state-ownership-of-enterprises-during-the-covid-19-crisis-3bdb26f0/>. [44]
- OECD (2020), *Implementing the OECD Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises: Review of Recent Developments*, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/4caa0c3b-en>. [37]
- OECD (2020), "Organising the State Ownership Function", <https://www.oecd.org/corporate/organising-state-ownership-function.pdf>. [36]
- OECD (2018), *Flexibility and Proportionality in Corporate Governance*, Corporate Governance, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/9789264307490-en>. [21]
- OECD (2018), "Ownership and Governance of State-Owned Enterprises: A Compendium of National Practices", <https://www.oecd.org/daf/ca/ownership-and-governance-of-state-owned-enterprises-a-compendium-of-national-practices.htm>. [35]

- OECD (2018), "Professionalising Boards of Directors of State-Owned Enterprises: Stocktaking of National Practices", <https://www.oecd.org/corDorate/Professionalising-boards-of-directors-of-SOEs.pdf>. [55]
- OECD (2017), "Globalisation and the level playing field", in *OECD Business and Finance Outlook 2017*, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/9789264274891-6-en>. [49]
- OECD (2017), *The Size and Sectoral Distribution of State-Owned Enterprises*, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/9789264280663-en>. [31]
- OECD (2015), *G20/OECD Principles of Corporate Governance*, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/9789264236882-en>. [77]
- OECD (2015), *OECD Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises, 2015 Edition*, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/9789264244160-en>. [27]
- OECD (2013), *Boards of Directors of State-Owned Enterprises: An Overview of National Practices*, Corporate Governance, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/20776535>. [53]
- OECD (2012), "Competitive Neutrality: Maintaining a level playing field between public and private business", *OECD Publishing, Paris*, <https://doi.org/10.1787/9789264178953-en>. [45]
- OECD (2012), *Related Party Transactions and Minority Shareholder Rights*, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/9789264168008-en>. [22]
- OECD (2010), "SOEs Operating Abroad: An application of the OECD Guidelines on Corporate Governance of State-Owned", <https://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceofstate-ownedenterprises/44215438.pdf>. [30]
- OECD (2009), *Guide on Fighting Abusive Related Party Transactions in Asia*, <https://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/43626507.pdf>. [23]
- OJK (2014), "Indonesia Corporate Governance Roadmap", https://www.oik.go.id/id/data-dan-statistik/oik/Documents/ROADMAPATAKELOLAPERUSAHAANINDONESIA_1391520776.PDF. [52]
- Okhmatovskiy, I. (2010), "Performance implications of ties to the government and SOEs: A political embeddedness perspective", *Journal of Management Studies*, Sayı 47/6, ss. 1020- 1047. [25]
- Rock, E. (2018), "Institutional Investors in Corporate Governance", *Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*. [63]
- SASAC (2020), "State-owned central enterprises take on the responsibility of stabilizing employment through various measures", <http://www.sasac.gov.cn/n2588020/n2877938/n2879597/n2879599/c14935790/content.html>. [48]
- SEBI (2018), "Circular for implementation of certain recommendations of the Committee on Corporate Governance under the Chairmanship of Shri Uday Kotak", *Securities and Exchange Board of India*, https://www.sebi.gov.in/legal/circulars/mav-2018/circular-for-implementation-of-certain-recommendations-of-the-committee-on-corporate-governance-under-the-chairmanship-of-shri-udav-kotak_38905.html. [12]
- SEC (2021), "SEC Proposes to Enhance Proxy Voting Disclosure by Investment Funds and [72]

Require Disclosure of “Say-on-Pay” Votes for Institutional Investment Managers”, Press Release: Sept. 29, 2021, <https://www.sec.gov/news/press-release/2021-202>.

- STOXX (2021), “STOXX®INDEX METHODOLOGY GUIDE (PORTFOLIO BASED INDICES)”, *STOXX Limited*, https://www.stoxx.com/document/Indices/Common/Indexguide/stoxx_index_guide.pdf. [74]
- Superintendencia Financiera (2014), “Code of Corporate Best Practices - Código Pals”, *Institute Colombiano de Gobierno Corporative*, <http://www.icgc.com.co/wp-content/uploads/2018/01/Co%CC%81digo-Pai%CC%81s-2014.pdf>. [11]
- Sushko, V. ve G. Turner (2018), “The implications of passive investing for securities”, *BIS Quarterly Review*, *Bank of International Settlements*. [62]
- Swedish Ministry of Finance (2000), “Public Pension Funds (AP Funds) Act”, *The Government Offices’ legal databases*, https://www.riksdagen.se/sv/dokument-lagar/dokument/svensk-forfattningssamling/laq-2000192-om-allmanna-pensionsfonder_sfs-2000-192. [84]
- The Wall Street Journal (2021), “BlackRock Gives Big Investors Ability to Vote on Shareholder Proposals, October 7, 2021”, <https://www.wsj.com/articles/blackrock-gives-big-investors-ability-to-vote-on-shareholder-proposals-11633617321>. [71]
- Tsukioka, Y. (2020), “The impact of Japan’s stewardship code on shareholder voting”, *International Review of Economics and Finance*, Sayı 67, ss. 148-162. [81]
- U.S. Department of the Treasury (2017), “A Financial System That Creates Economic Opportunities - Capital Markets”, *U.S. Department of the Treasury*, <https://home.treasury.gov/system/files/136/A-Financial-Svstem-Capital-Markets-FINAL-FINAL.pdf>. [3]
- Vanguard (2020), “Investment Stewardship, December 31,2020”, *Vanguard Group*, <https://about.vanguard.com/investment-stewardship/perspectives-and-commentary/2021-investment-stewardship-annual-report.pdf>. [66]
- Wisuttisak, P. ve N. Rahman (2020), “Regulatory Frameworks for Reforms of State Owned Enterprises in Thailand and Malaysia”, *ADB Working Paper Series, No. 1122*, <https://www.adb.org/publications/regulatory-frameworks-reforms-state-owned-enterprises-thailand-malaysia>. [46]
- World Bank (2021), “Listing State-Owned Enterprises in Emerging and Developing Economies”, *World Bank Group*, <https://documents1.worldbank.org/curated/en/984431624443117178/pdf/Listing-State-Owned-Enterprises-in-Emerging-and-Developing-Economies-Lessons-Learned-from-30-Years-of-Success-and-Failure.pdf>. [24]
- World Bank (2014), “Corporate Governance of State-Owned Enterprises in Latin America: Current Trends and Country Cases”, *World Bank Group*, <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/19983>. [54]

Ek A. Ülkeye göre ortaklık bilgileri

Tablo A A.1. Piyasa değerindeki pay açısından yatırımcı kategorisine göre ortaklık, 2020 sonu

	Şirketler			Kamu sektörü			Bireyler			Kurumsal Yatırımcılar		
	Yerli olmayan	Yerli	Toplam	Yerli olmayan	Yerli	Toplam	Yerli olmayan	Yerli	Toplam	Yerli olmayan	Yerli	Toplam
Arjantin	%14	%11	%25	%0	%17	%17	%0	%17	%17	%10	%0	%10
Avustralya	%2	%3	%5	%2	%0	%2	%0	%6	%6	%16	%11	%27
Avusturya	%7	%14	%21	%4	%19	%23	%1	%5	%6	%15	%8	%23
Belçika	%12	%14	%26	%2	%2	%3	%0	%7	%7	%33	%2	%35
Brezilya	%10	%19	%29	%3	%7	%10	%0	%8	%8	%17	%9	%27
Bulgaristan	%68	%7	%75	%2	%0	%2	%0	%9	%9	%0	%1	%1
Kanada	%2	%4	%6	%1	%2	%4	%0	%3	%4	%23	%24	%46
Şili	%18	%36	%54	%1	%0	%1	%0	%13	%13	%6	%6	%12
Çin	%2	%9	%12	%0	%29	%29	%1	%17	%18	%3	%8	%11
Kolombiya	%7	%25	%32	%1	%34	%35	%0	%3	%3	%6	%10	%16
Hırvatistan	%48	%9	%57	%0	%17	%17	%0	%5	%5	%1	%9	%10
Danimarka	%0	%9	%10	%2	%8	%10	%0	%2	%2	%27	%9	%36
Estonya	%4	%31	%35	%1	%16	%17	%0	%14	%14	%7	%4	%11
Finlandiya	%1	%3	%5	%2	%15	%17	%0	%9	%9	%21	%10	%31
Fransa	%5	%15	%20	%3	%4	%6	%1	%13	%14	%21	%6	%27
Almanya	%4	%11	%15	%4	%3	%7	%1	%8	%10	%23	%7	%30
Yunanistan	%16	%8	%25	%2	%9	%11	%0	%14	%14	%14	%2	%16
Hong Kong (Çin)	%19	%3	%22	%10	%1	%11	%11	%8	%19	%15	%3	%18
Macaristan	%7	%14	%21	%2	%2	%5	%0	%5	%6	%26	%6	%32
İzlanda	%0	%8	%9	%0	%1	%1	%1	%5	%7	%16	%51	%66
Hindistan	%9	%24	%33	%1	%11	%12	%0	%11	%11	%13	%9	%22
Endonezya	%17	%25	%43	%1	%15	%17	%1	%10	%10	%8	%1	%8
İrlanda	%1	%5	%6	%3	%5	%8	%0	%4	%4	%48	%1	%49
İsrail	%4	%15	%19	%1	%0	%1	%0	%19	%19	%14	%17	%31
İtalya	%3	%10	%13	%3	%8	%11	%0	%11	%11	%25	%4	%29
Japonya	%2	%20	%22	%2	%2	%3	%0	%6	%6	%15	%15	%30
Kore	%1	%22	%23	%2	%8	%10	%0	%10	%10	%15	%3	%18
Litvanya	%24	%3	%27	%4	%39	%43	%1	%9	%10	%2	%0	%2
Meksika	%14	%5	%19	%2	%0	%2	%0	%34	%34	%13	%7	%20
Hollanda	%14	%6	%20	%3	%0	%3	%1	%3	%4	%37	%3	%40
Yeni Zelanda	%1	%4	%6	%2	%17	%19	%0	%5	%5	%16	%5	%20
Norveç	%4	%6	%10	%1	%28	%29	%2	%7	%9	%18	%12	%30
Polonya	%14	%3	%17	%1	%13	%14	%2	%12	%14	%19	%16	%35
Portekiz	%6	%30	%37	%12	%1	%13	%0	%9	%10	%21	%2	%22
Romanya	%25	%5	%30	%2	%27	%28	%0	%2	%2	%7	%9	%16
Rusya	%9	%9	%18	%3	%28	%31	%0	%17	%17	%10	%1	%11
Suudi Arabistan	%1	%1	%2	%0	%87	%87	%0	%2	%2	%1	%0	%1
Slovenya	%5	%8	%14	%3	%31	%34	%0	%0	%0	%7	%1	%8
Güney Afrika	%12	%8	%20	%3	%13	%15	%0	%3	%3	%19	%11	%31
İspanya	%7	%6	%13	%4	%3	%7	%1	%15	%16	%24	%2	%25
İsveç	%2	%11	%12	%2	%4	%6	%1	%12	%12	%19	%19	%38
İsviçre	%1	%5	%6	%3	%3	%6	%1	%5	%6	%26	%6	%33
Türkiye	%13	%25	%38	%16	%9	%25	%0	%9	%9	%5	%4	%9
Birleşik Krallık	%4	%2	%6	%5	%1	%6	%1	%2	%4	%32	%29	%60
ABD	%2	%1	%3	%2	%1	%3	%1	%4	%6	%11	%57	%68

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

Tablo A A.2. Borsaya kote şirketlerin piyasa değerindeki payı açısından şirket ortaklığı, 2020 sonu

	Borsaya kayıtlı şirketler	Borsaya kayıtlı olmayan şirketler
Arjantin	%15	%10
Avustralya	%3	%2
Avusturya	%13	%8
Belçika	%14	%12
Brezilya	%19	%10
Bulgaristan	%2	%72
Kanada	%2	%4
Şili	%38	%16
Çin	%4	%8
Kolombiya	%25	%7
Hırvatistan	%47	%10
Danimarka	%2	%7
Estonya	%4	%32
Finlandiya	%1	%3
Fransa	%12	%8
Almanya	%11	%4
Yunanistan	%15	%10
Hong Kong (Çin)	%16	%6
Macaristan	%13	%9
İzlanda	%3	%6
Hindistan	%16	%18
Endonezya	%24	%19
İrlanda	%0	%6
İsrail	%11	%8
İtalya	%5	%8
Japonya	%18	%4
Kore	%21	%2
Litvanya	%23	%5
Meksika	%17	%2
Hollanda	%17	%3
Yeni Zelanda	%2	%3
Norveç	%7	%3
Polonya	%14	%3
Portekiz	%28	%9
Romanya	%22	%8
Rusya	%12	%6
Suudi Arabistan	%1	%1
Slovenya	%6	%7
Güney Afrika	%17	%3
İspanya	%8	%5
İsveç	%3	%10
İsviçre	%3	%3
Türkiye	%25	%13
Birleşik Krallık	%2	%4
ABD	%2	%1

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

Tablo A A.3. Şirket düzeyinde ilk 3 yatırımcıya göre ortaklık yoğunlaşması, 2020 sonu

	İlk 3 yatırımcı	İlk 3 kuruluş	İlk 3 kamu sektörü	İlk 3 birey	İlk 3 kurumsal yatırımcı
Arjantin	%66,7	%31,7	%11,5	%22,2	%2,8
Avustralya	%34,2	%12,8	%0,9	%15,1	%14,0
Avusturya	%59,7	%25,0	%11,0	%16,5	%12,7
Belçika	%50,9	%21,3	%4,1	%17,2	%13,6
Brezilya	%57,9	%23,8	%8,8	%16,9	%15,2
Bulgaristan	%64,1	%39,3	%4,4	%18,6	%3,4
Kanada	%36,1	%10,1	%1,4	%15,5	%12,6
Şili	%69,4	%51,3	%1,6	%15,7	%6,8
Çin	%52,7	%10,8	%16,1	%27,6	%4,4
Kolombiya	%69,2	%52,2	%10,3	%4,8	%9,3
Hırvatistan	%75,3	%41,7	%13,9	%10,2	%15,4
Danimarka	%45,4	%14,2	%3,3	%11,1	%21,7
Estonya	%56,8	%34,0	%11,0	%11,0	6,3%
Finlandiya	%36,4	%11,6	%4,1	%16,8	%14,9
Fransa	%57,2	%25,7	%4,4	%20,3	%12,9
Almanya	%56,1	%23,3	%3,5	%22,1	%12,0
Yunanistan	%61,2	%20,7	%8,7	%27,2	%7,2
Hong Kong (Çin)	%61,7	%18,1	%7,5	%34,7	%4,4
Macaristan	%56,5	%26,3	%5,3	%19,5	%11,8
İzlanda	%36,2	%11,9	%1,8	%6,9	%30,2
Hindistan	%55,0	%30,5	%7,5	%17,9	%7,9
Endonezya	%71,7	%46,5	%6,7	%18,4	%2,2
İrlanda	%40,2	%13,9	%9,5	%6,8	%17,3
İsrail	%60,4	%22,6	%0,4	%28,2	%16,4
İtalya	%57,8	%25,9	%5,8	%22,0	%10,1
Japonya	%41,2	%22,5	%0,9	%18,0	%8,2
Litvanya	%73,1	%20,7	%25,8	%28,7	%4,0
Meksika	%57,9	%15,3	%1,8	%32,3	%12,4
Hollanda	%42,4	%12,1	%1,5	%15,8	%20,1
Yeni Zelanda	%41,7	%14,0	%11,3	%12,8	%10,8
Norveç	%47,2	%16,2	%5,1	%20,3	%15,4
Polonya	%61,7	%19,1	%5,6	%26,0	%18,0
Portekiz	%64,5	%43,7	%4,2	%16,3	%7,0
Romanya	%65,7	%21,2	%17,4	%8,1	%22,7
Rusya	%79,7	%32,0	%25,9	%18,3	%5,8
Suudi Arabistan	%48,5	%20,0	%11,0	%17,2	%2,6
Slovenya	%52,8	%20,2	%29,4	%2,0	%4,8
Güney Afrika	%45,2	%22,0	%11,0	%5,9	%15,3
Kore	%47,7	%21,7	%2,4	%23,4	%4,8
İspanya	%51,1	%19,9	%3,2	%25,0	%11,1
İsveç	%38,9	%10,2	%4,5	%18,6	%17,3
İsviçre	%43,8	%12,1	%7,8	%19,9	%11,4
Türkiye	%66,7	%45,2	%4,5	%15,2	%3,7
Birleşik Krallık	%37,4	%8,1	%1,3	%14,6	%22,6
ABD	%34,2	%5,7	%1,2	%10,1	%23,5

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

Tablo A A.4. Devlet kontrolündeki halka açık şirketler, 2020 sonu

	Devlet kontrolündeki şirketlerin piyasa değeri (milyon ABD doları)	Devlet kontrolündeki borsaya kayıtlı şirket sayısı	Devletin ortalama pay sahipliği	Devlet kontrolündeki borsaya kayıtlı şirketler (toplam piyasa değerindeki payı)	Devlet kontrolündeki halka açık şirketler (toplam şirket sayısındaki payı)
Arjantin	6.019	7	%44	%27	%19
Avustralya	7.636	3	%48	%0	%0
Avusturya	40.102	7	%53	%32	%14
Belçika	11.275	4	%46	%3	%5
Brezilya	139.028	27	%63	%15	%11
Bulgaristan	352	2	%67	%2	%6
Kanada	31.951	7	%34	%2	%1
Şili	588	2	%81	%0	%2
Çin	5.434.950	773	%50	%44	%26
Kolombiya	42.660	4	%75	%42	%12
Hırvatistan	6.931	9	%55	%33	%22
Danimarka	93.078	2	%45	%15	%2
Estonya	904	2	%51	%28	%20
Finlandiya	80.650	5	%38	%25	%5
Fransa	124.056	11	%47	%4	%3
Almanya	132.608	15	%67	%6	%3
Yunanistan	9.228	9	%45	%20	%16
Hong Kong (Çin)	686.252	194	%53	%15	%12
Macaristan	68	1	%75	%0	%5
İzlanda	-	-	%0	%0	%0
Hindistan	285.769	101	%68	%11	%9
Endonezya	125.977	46	%65	%26	%9
İrlanda	6.051	2	%73	%6	%9
İsrail	-	-	%0	%0	%0
İtalya	72.313	11	%53	%10	%6
Japonya	245.175	16	%46	%4	%0
Kore	54.178	16	%54	%3	%1
Litvanya	2.996	5	%73	%57	%33
Meksika	-	-	%0	%0	%0
Hollanda	-	-	%0	%0	%0
Yeni Zelanda	29.553	9	%53	%24	%11
Norveç	133.434	6	%54	%41	%4
Polonya	53.024	19	%47	%31	%9
Portekiz	1.940	1	%25	%2	%3
Romanya	7.224	8	%59	%33	%27
Rusya	328.729	50	%64	%52	%37
Suudi Arabistan	2.160.701	22	%51	%93	%17
Slovakya Cumhuriyeti	-	-	%0	%0	%0
Güney Afrika	10.495	6	%34	%3	%4
İspanya	31.657	2	%57	%5	%2
İsveç	16.950	1	%41	%2	%0
İsviçre	75.616	18	%57	%4	%9
Türkiye	63.810	13	%65	%29	%6
Birleşik Krallık	39.637	6	%35	%1	%1
ABD	8.507	5	%44	%0	%0
Dünyanın geri kalanı	978.957	322			
Toplam	11.581.030	1.769		%11	%7

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