



# Kurumsal Yönetim

Oğuzhan Karakaş



**Sermaye Piyasası Kurulu – Bilkent Üniversitesi  
Finans Seminerleri Serisi**

**10 Nisan 2009 – Ankara**

# Sunum Akışı

---

- **Kuşbakışı Kurumsal Yönetim (Corporate Governance)**
  - Birleşme & Devralmalar (Mergers & Acquisitions)
  - Hissedar Aktivizmi (Activism)
  - Bir Senet – Bir Oy (One Share – One Vote)
  - Hukuk & Finans (Law & Finance)
  - Yönetim Kurulu (Boards of Directors)
  - Makam Tazminatı (Executive Compensation)
- **İlgili Bazı Araştırmalarım**
  - Another Option for Determining the Value of Corporate Votes
  - Is the Corporate Governance of LBOs Effective? (F. Cornelli ile)
  - Returns to Socially Responsible Investing: A Clinical Study (E. Dimson ile)

# Birleşme & Devralmalar (1)

---

- **Dalgalar**

- 1965-1969: Holding dalgası. İç para piyasası.
- 1981-1989: Düşmanca satın almalar. Tartışmalı anlaşmalar. Yüksek kaldıraçlı alım-satımlar (örn: MBO/LBO). Çok yüksek primler. Sofistike satın alma stratejileri.
- 1992-2000: Özellikle bankacılık, sağlık, elektrik/su/havagazı hizmetlerinde birleştirici anlaşmalar. Bilgisayar ve haberleşme gibi dinamik endüstrilerde stratejik birleşmeler. Çok yüksek primler.
- 2000-: Bilişim teknolojisi balonu. Hissedar aktivizmi. Hedge fon ve özel sermaye aktiviteleri. Finansal kriz.

## Birleşme & Devralmalar (2)

---

- **B&D genelde sadece hedefteki şirket hissedarları için değer yaratıyor.**
- **Kurumsal kontrol piyasası.**
  - Satın alımlar daha iyi kurumsal yönetime yol açar.
    - (i) Proxy kavgası, (ii) Hisse alımı, (iii) Birleşme.
- **Anti - satın alma araçları.**
  - Bu araçlar kurumsal kontrol piyasasının işlemlerini durdurabilir.
    - (i) Zehirli hap, (ii) Dual hisseler, (iii) Aşamalı yönetim kurulları, (iv) Kanunlar.

# Hissedar Aktivizmi

---

- **Kurumsal yönetimi etkilemek için üç temel yol:**
  - Çıkış: Hisse satışı (“ayaklarla oy kullanmak”).
  - Söz: Mektup yazma, yönetim ile buluşma, oy verme.
  - Sadakat: Hisseleri tutarak bekleme.
- **Dalgalar.**
  - 1990’lar: Kurumsal aktivizm (örn: yatırım ve emeklilik fonları).
  - 2000’ler: Hedge fon aktivizmi.
- **Etkiler.**
  - Kurumsal: Çoğunlukla etkisiz.
  - Hedge Fon: Agresif ve etkili. %3-4 getiri.
    - A.B.D: Brav ve arkadaşları 2008-JF, Klein ve Zur 2009-JF.
    - Avrupa: Franks ve arkadaşları 2008-JF.

# Bir Senet – Bir Oy (1)

---

- **Oransız mülkiyet.**
  - Açık Yöntemler: Piramitler, dual yapıda hisseler, çapraz mülkiyet vb.
  - Örtülü Yöntemler: Emanet oy verme, türev finansal ürünler vb.
- **Avrupa Birliği destekli araştırma.**
  - Ampirik: Adams ve Ferreira, 2008-RF.
  - Teori: Burkart ve Lee, 2008-RF.
- **Kontrolün değeri ölçme yöntemleri:**
  - Dual yapıda hisseler (örn: Nenova, 2003-JFE).
  - Kontrol blok hisse satışları (örn: Dyck ve Zingales, 2004-JF).
  - Türev araçlar (örn: Karakaş, 2009).

## Bir Senet – Bir Oy (2)

- Kontrolün değeri:** (Nenova, 2003-JFE ve Dyck ve Zingales, 2004-JF)

Ülke	Dual	Kontrol Blok
Birleşik Krallık	0,096	0,014
A.B.D.	0,020	0,010
İtalya	0,294	0,369
Brezilya	0,232	0,650
Fransa	0,281	0,019
Türkiye	-	0,37
Güney Kore	0,289	0,157
Almanya	0,095	0,095
Danimarka	0,008	0,077
İsveç	0,010	0,074

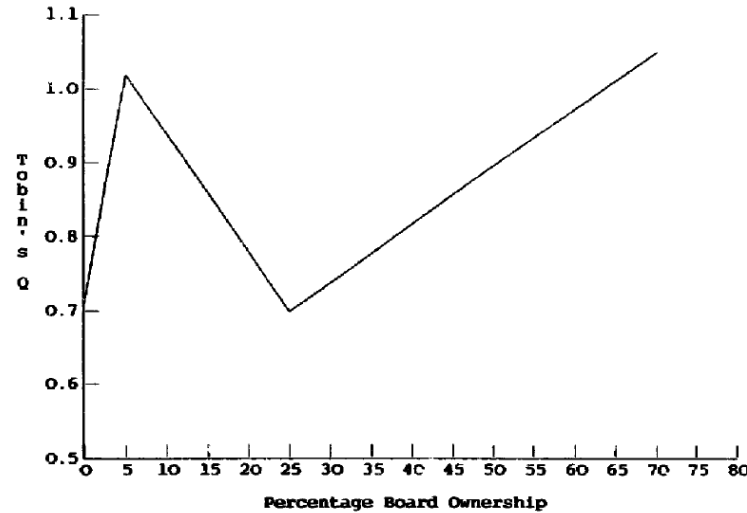
# Hukuk & Finans

- **Hukuk aileleri.**
  - İngiliz Hukuku (Common Law)
  - Roma Hukuku (Civil Law)
- **Hissedar ve alacaklı hakları:** (La Porta v.a. 1998-JPE, West 2002, FIFA 2002)

Ülke	Hissedar Skoru	Alacaklı Skoru	FIFA Sıra
Birleşik Krallık	5	4	12(İng)
A.B.D.	5	1	13
İtalya	1	2	6
Brezilya	0	1	2
Fransa	3	0	1
Türkiye	2	2	22
Güney Kore	2	3	40
Almanya	1	3	11
Danimarka	2	3	20
İsveç	3	2	19

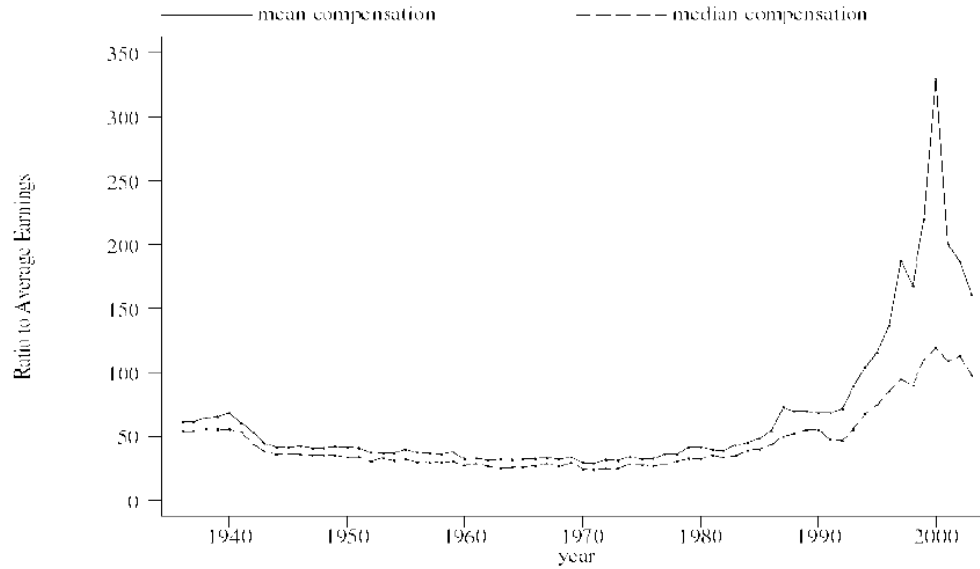
# Yönetim Kurulu

- **Yönetim kurulu.**
  - Denetim.
  - Tavsiye.
- **Kuşbakışı:**
  - Boyut: Küçük kurullar daha verimlidir. (Yermack, 1996-JFE)
  - Yapı: Bağımsız/Şirket dışı yönetim dışı kurul üyeleri özellikler denetim için etkilidir. (örn: Weisbach 1988-JFE)
  - Kontrol: (Morck ve arkadaşlar, 1988-JFE)



# Makam Tazminatı

- İki görüş:
  - Verimli.
    - Optimal sözleşme.
    - Yöneticinin kişisel önlemi (managerial hedging).
  - Verimsiz.
    - Yöneticinin güç kullanımı.



Kaynak: Frydman  
ve Saks, 2005 WP

---

# Another Option for Determining the Value of Corporate Votes

**Kurumsal Oyların Deęerini  
Belirlemek İçin Bir Dięer Opsiyon**

# Motivasyon & Yöntem

---

Herhangi bir hisse senedine ait oy verme hakkının değeri nedir?

- Alım-Satım Opsiyon Paritesi (Avrupa Tipi):

$$c + Ke^{-rT} = p + S$$

- Oy hakkını içeren parite

$$c + Ke^{-rT} + D = p + S$$

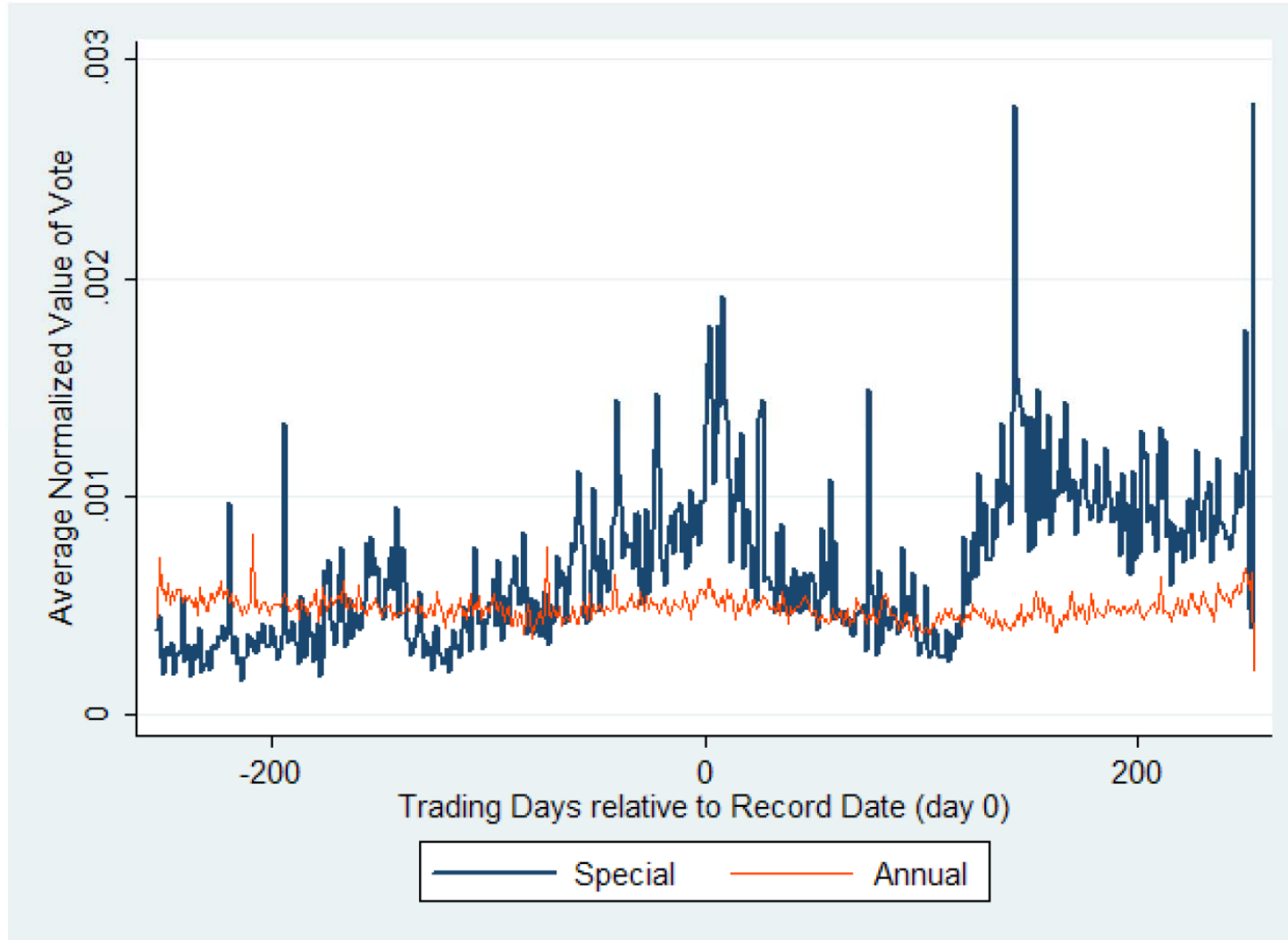
---

**NOT:**

**c:** alım opsiyonu fiyatı; **p:** satım opsiyonu fiyatı; **K:** uzlaşma fiyatı; **T:** vade;  
**r:** faiz; **S:** hisse senedinin fiyatı, **D:** oy verme hakkının değeri.

# Kayıt Günü Çevresinde Oy Değerleri

Figure 4: Value of Vote: Special vs. Annual Meetings (Record Date Centered).

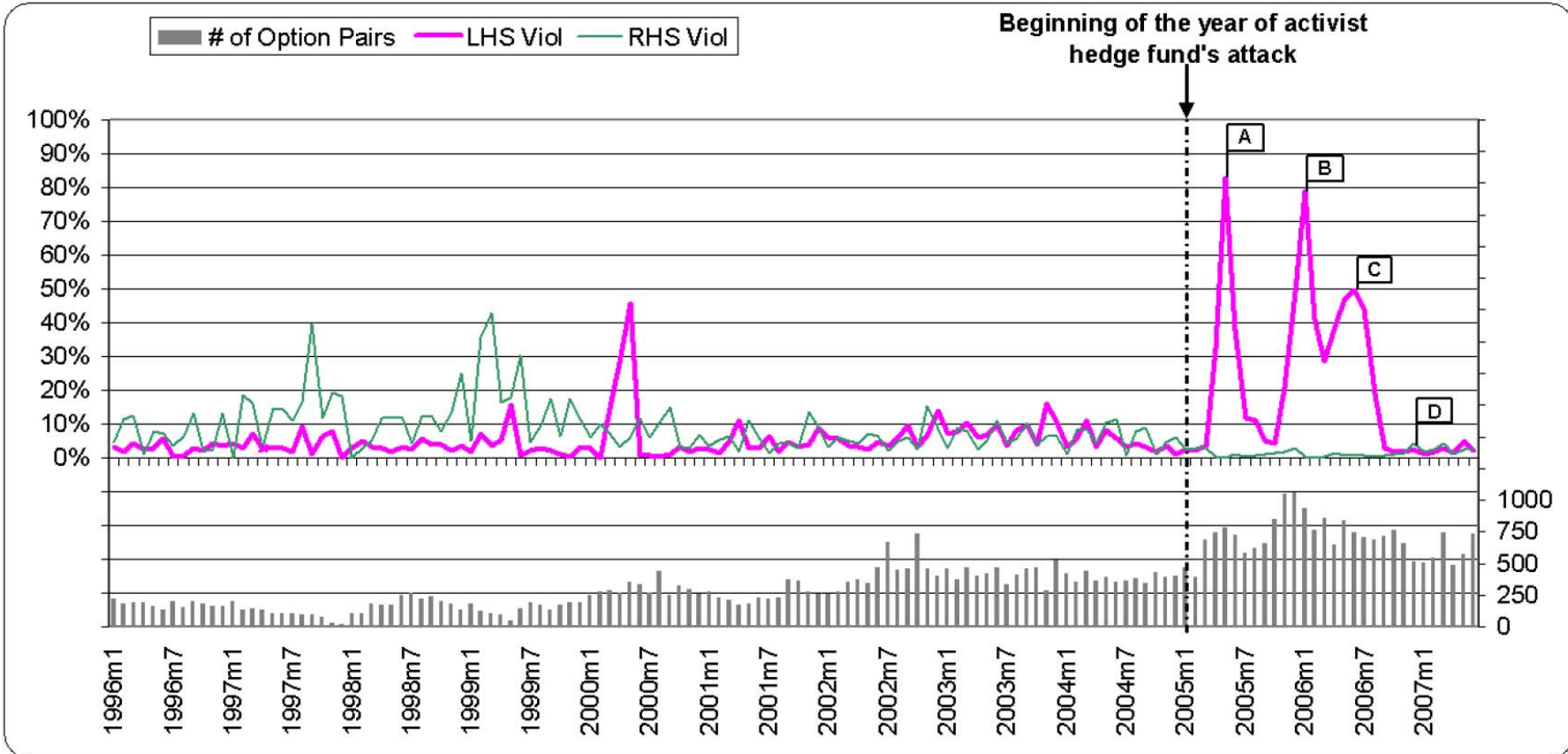


# Oy Değerlerinin Regresyon Analizi

Table 7: Regression of Change in the Value of Vote around Record Date: Negative Vote Values Allowed.

	-1-	-2-	-3-	-4-	-5-	-6-	-7-	-8-	-9-	-10-
<i>Dependent Var. : Average % Value of Vote over (-16, 16) minus Vote over (-66, -98) for Each Company Meeting<sup>†</sup></i>										
Meeting Dummy [Special:1, Annual:0]	.091 (2.37)				.065 (1.60)	.072 (1.86)	.082 (2.16)	.065 (1.60)	.065 (1.62)	.063 (1.64)
Agenda Dummy [High Ranking:1, Low:0]		.046 (2.99)			.034 (2.09)			.012 (0.60)	.022 (1.28)	
Closeness [[Vote Required-Vote Cast For]]			-.065 (-3.74)			-.056 (-3.27)		-.050 (-2.44)		-.054 (-2.67)
ISS-Management Conflict Dummy [Conflict:1, Agree:0]				.049 (2.45)			.051 (2.51)		.046 (2.19)	.024 (1.06)
Constant	-.046 (-31.96)	-.052 (-17.82)	-.001 (-0.11)	-.048 (-20.06)	-.052 (-17.81)	-.009 (-0.82)	-.051 (-17.52)	-.015 (-1.01)	-.054 (-14.87)	-.013 (-0.90)
Obs	6,656	6,656	6,656	6,259	6,656	6,656	6,259	6,656	6,259	6,259
Special Meetings in Obs	252	252	252	251	252	252	251	252	251	251
Prob>F	0.018	0.003	0.000	0.014	0.006	0.000	0.006	0.001	0.006	0.001
Firm Dummy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Firms with Single Ob	No	No	No	No	No	No	No	No	No	No

# Örnek Vaka: General Motors



Date	News	Source
A 04-May-05	Tracinda Announces Tender for General Motors Shares.	Business Wire
B 25-Jan-06	Kerkorian's Tracinda Raises GM Stake Back To 9.9%.	Dow Jones Corporate Filings Alert
C 30-Jun-06	Kerkorian urges GM alliance with Renault/Nissan.	Agence France Presse
D 04-Dec-06	Kirk Kerkorian sells remaining GM shares to Bank of America.	Automotive World

---

# Is the Corporate Governance of LBOs Effective? (F. Cornelli ile)

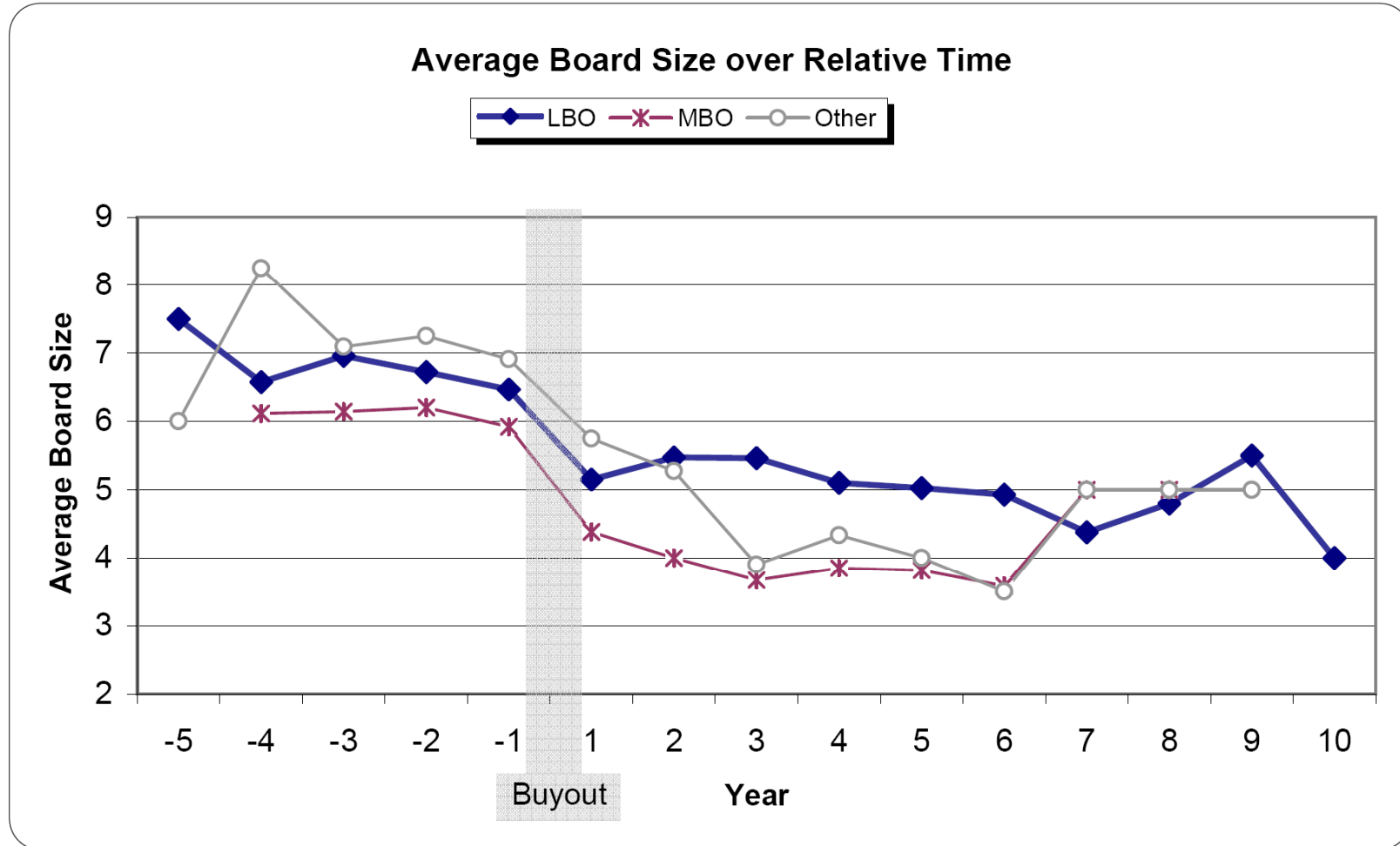
## Kaldıraçlı Satınalmalardaki Kurumsal Yönetim Etkin Mi?

# Motivasyon & Araştırmanın Amaçları

---

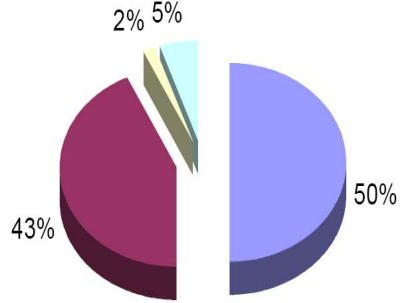
- **Özel Sermaye (ÖS/PE) değer mi yaratıyor, var olan değeri serbest mi bırakıyor?**
- **Genellikle basında:**
  - ÖS'nin şirket değerine katkısı sadece finansal mühendislik yoluyla.
- **Diğerleri:**
  - Çıkarların uyuşması, daha iyi denetleme ve tavsiye desteği, ve genel olarak daha iyi kurumsal yönetim.
- **Yönetim kurullarını inceleyerek:**
  - ÖS'lerin önemli denetleme/tavsiye rolüne sahip olup olmadığını,
  - ÖS'lerin daha iyi kurumsal yönetim ile başarılı olup olmadığını **öğrenebiliriz.**

# Halka Açık'tan Özel Şirkete Dönüşüm



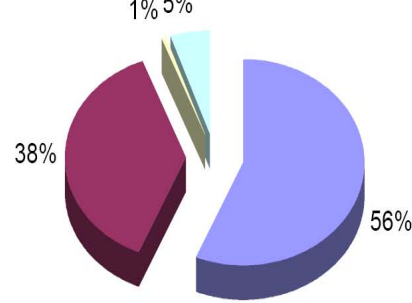
# Halka Açık'tan Özel Şirkete Dönüşüm

LBO Board Composition Before Buyout



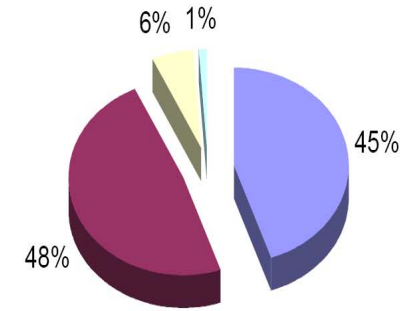
CEO & Management Outsiders  
Unknown Other Insiders

MBO Board Composition Before Buyout



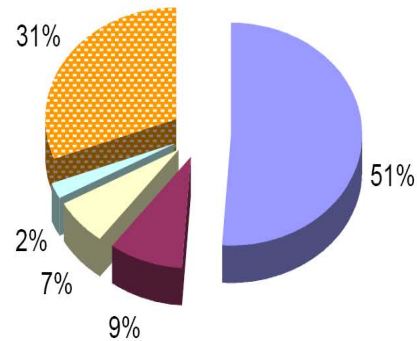
CEO & Management Outsiders  
Unknown Other Insiders

Other Board Composition Before Buyout



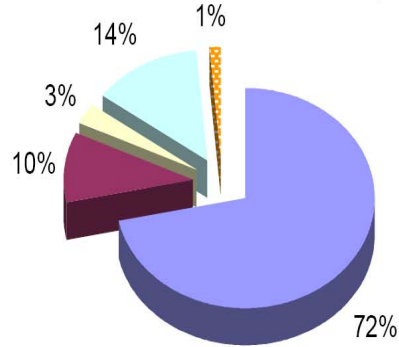
CEO & Management Outsiders  
Unknown Other Insiders

LBO Board Composition After Buyout



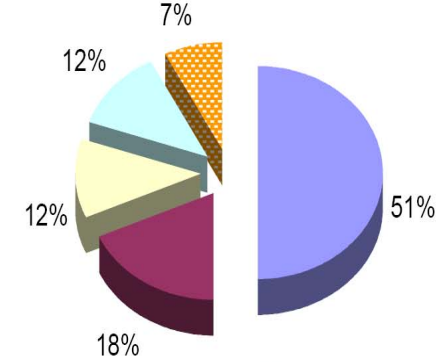
CEO & Management Outsiders  
Unknown Other Insiders  
LBO Group

MBO Board Composition After Buyout



CEO & Management Outsiders  
Unknown Other Insiders  
PE Connection

Other Board Composition After Buyout



CEO & Management Outsiders  
Unknown Other Insiders  
PE Connection

# Sonuçlar

---

- **Şirketler özele dönüşünce yönetim kurullarının büyüklüğü ve yapısı çarpıcı biçimde değişiyor.**
- **ÖS destekli kaldıraçlı satınalmalar incelenince:**
  - ÖS yönetim kurullarını kendi temsilcilerini koyuyorlar,
  - Anlaşma zorlaştıkça yönetim kurulunda daha çok ÖS temsilcisi bulunuyor.
- **ÖS katılımı daha fazla Genel Müdür devrine (CEO turnover) yol açmıyor. Aksine kaldıraçlı satın almalarından sonra Genel Müdür devri daha düşük.**

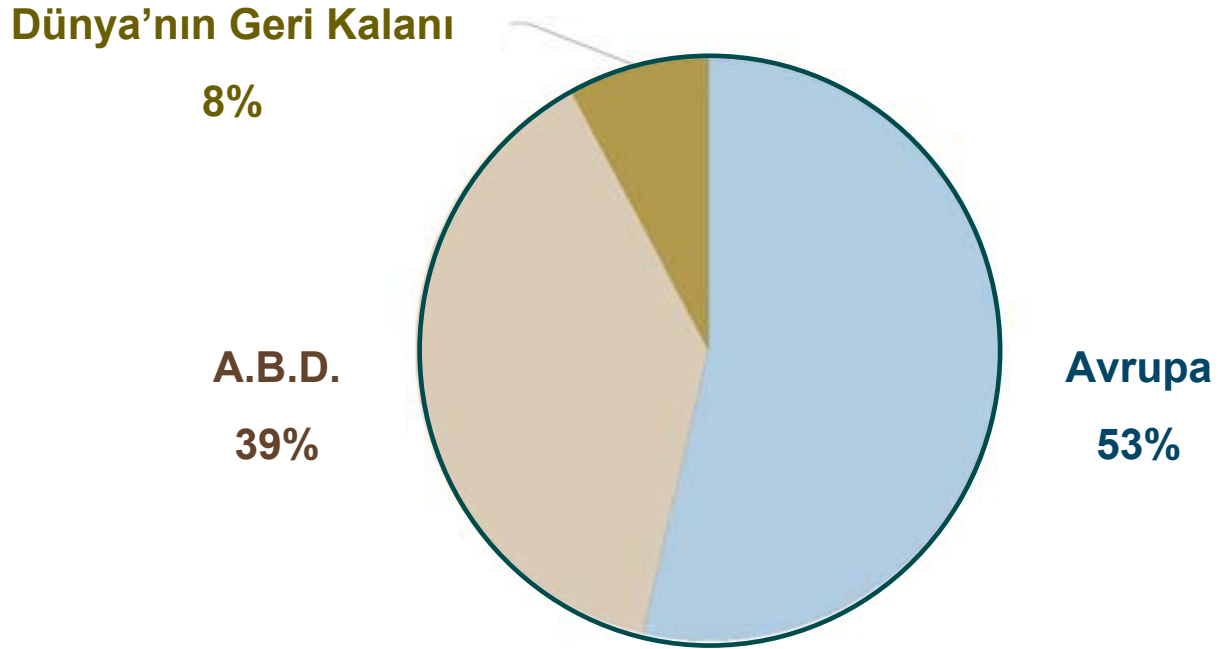
---

**Returns to Socially Responsible Investing:  
A Clinical Study  
(E. Dimson ile)**

**Sosyal Sorumluluk Yatırımlarının  
Getirileri: Klinik Bir Çalışma**

# Motivasyon

## Global Sosyal Sorumluluk Yatırım (SSY/SRI) Pazarı (yaklaşık 5 trilyon avro)



*Kaynak. Eurosif – European SRI Study 2008.*

# Araştırmanın Amaçları

- **Şirketlerin Kurumsal Sosyal Sorumluluk (KSS/CSR) uygulamaları ve değer/performansları arasındaki ilişki.**
  - KSS ve şirket değeri arasında bağıntı & nedensellik.
    - Deęişik KSS uygulama çeřitleri.
  - Sosyal Sorumluluk Yatırımlarının getirileri.
    - SSY yatırım performansını zayıflatır mı?
  - KSS ile aktivist fonların uygulamaları arasında karşılaştırma.
    - örn: stil, yoğunluk and performans.